



# **Venda da Cimpor em 2012 – Consequências ao nível do seu desempenho posterior**

por

Tiago Caldeira Botelho

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia pela Faculdade  
de Economia do Porto

Orientada por:

Hélder Manuel Valente da Silva

Setembro, 2017

## **Nota biográfica**

Nome: Tiago Caldeira Botelho

Data de Nascimento: 29 de novembro de 1992

Local de Nascimento: Porto

Licenciado em gestão pela Faculdade de Economia do Porto desde 2014, efetuei Erasmus na Universidade de Gent entre fevereiro e junho de 2015 e sou finalista do mestrado em economia.

Atualmente estou a estagiar na empresa STCP – Sociedade de Transportes Colectivos do Porto, S.A. – no departamento de Auditoria e Controlo de Gestão.

## **Agradecimentos**

Agradeço aos bons docentes da Faculdade de Economia do Porto que me proporcionaram um ensino de qualidade, das diferentes temáticas da área de gestão e economia. Agradeço também às pessoas que conheci e que me marcaram ao longo deste percurso académico que me ajudaram a crescer como pessoa e, sobretudo, agradeço à minha família, aos meus pais, por me darem a oportunidade de poder prosseguir os estudos após o ensino secundário. Sem a ajuda deles, tanto a nível financeiro como a nível de apoio em geral, dificilmente estaria na situação em que me encontro atualmente. Todos os professores e colegas que conheci ao longo deste percurso académico, nos 6 anos e meio em Portugal, assim como os que conheci nos 5 meses que estive na Bélgica, ajudaram-me a crescer não só em termos académicos, como também a nível pessoal. Sem este conjunto de vivências, não seria a mesma pessoa que sou hoje e não estaria tão apto para ingressar no mercado de trabalho.

Valorizo todas as experiências, as boas, as menos boas, todas elas me ajudaram a crescer, neste processo de constante aprendizagem. A Faculdade de Economia do Porto distingue-se, não só pelo ensino de qualidade e como instituição de referência, mas também pelo seu nível de exigência. Essa exigência, embora possa causar alguma frustração no início e a meio do percurso, é sem dúvida necessária e mais tarde acabamos por reconhecer que é extremamente benéfica na formação dos estudantes, não só em termos académicos, como também a nível pessoal e profissional.

## **Resumo**

Este trabalho tem como objetivo analisar o impacto da venda da Cimpor, em 2012, ao grupo Camargo Corrêa, sediado no Brasil, na performance da empresa. Tenciono analisar a forma como a mudança de gestão e estratégia influenciou o desempenho operacional e financeiro da maior empresa cimenteira portuguesa. Irei começar por explorar o tema de fusões e aquisições de um modo mais pormenorizado, apoiado pelo contributo na literatura de diversos autores, de modo a preparar a base do trabalho. Posteriormente, irei analisar os dados de vários indicadores económicos e relatório e contas da empresa, calcular alguns rácios financeiros e compará-los com a média verificada no setor. Enumero e quantifico também os riscos que a Cimpor enfrenta de modo a justificar o porquê de os resultados da empresa terem ficado aquém do esperado, vários anos após a sua venda. A nova estrutura de capital da Cimpor, com uma dívida bastante superior à inicial após a aquisição, aliada a um cenário macroeconómico desfavorável, ditaram um desfecho muito diferente do inicialmente previsto.

Palavras-chave: Fusão, Aquisição, Desempenho Operacional, Endividamento

Códigos-JEL: G34; H63; L25

## **Abstract**

The goal of this dissertation is to find out how the acquisition of Cimpor in 2012, by Camargo Corrêa, a brazilian private equity firm, affected the company's performance. I intend to analyse in what way did the management and strategy change affected the operational and financial performance of the largest portuguese company in the cement industry. I will start to explore the subject of mergers and acquisitions with more detail, consulting several literature papers done on the subject, in order to prepare the core of this dissertation. After that, I will analyse the data available of different economic indicators and annual reports of the company, calculate some financial ratios and compare them with the average performance of the industry. I will also list and quantify the business risks that Cimpor faces in order to find out why the company's performance didn't reach its potential, several years after its acquisition. The new capital structure of Cimpor, with a debt to equity ratio significantly higher when compared to the pre-acquisition, along with a bad economic conjuncture, explain a result much different than previously expected.

Key-words: Merger, Acquisition, Firm Performance, Debt

JEL-Codes: G34; H63; L25

## Índice

Nota biográfica.....	i
Agradecimentos .....	ii
Resumo.....	iii
Abstract.....	iv
Índice de quadros .....	vii
Introdução.....	1
Capítulo 1. Revisão da Literatura.....	3
1.1 Definição dos Conceitos-Chave.....	3
1.2 Estudo Inicial .....	4
1.3 Movimentos de Fusões e Aquisições .....	4
1.4 Análise crítica dos diversos autores na literatura.....	5
1.5 Diligência Prévia.....	7
1.6 Estrutura de Capital .....	8
Capítulo 2. História das duas empresas.....	11
2.1 História da Cimpor .....	11
2.2 História da Camargo Corrêa .....	11
2.3 Início do Processo de Privatização da Cimpor.....	12
Capítulo 3. Conjuntura Económica de Portugal e Brasil .....	13
3.1 Situação Económica em Portugal.....	13
3.2 Situação Económica no Brasil .....	14
3.3 Setor da Construção no Brasil.....	15
3.4 Ritmos de crescimento diferentes das duas economias .....	15
Capítulo 4. Processo de Venda da Cimpor .....	17
4.1 Processo de Venda da Cimpor.....	17
4.2 Permuta de ativos entre a Camargo Corrêa e a Votorantim.....	18
4.3 Mudança de Gestão.....	19
Capítulo 5. Desempenho da Cimpor até à sua venda .....	21
5.1 Desempenho da Cimpor em 2011 .....	21
5.2 Desempenho da Cimpor em Portugal .....	22
5.3 Desempenho da Cimpor no Brasil.....	23
5.4 Desempenho da Cimpor em África.....	24

5.5	Desempenho Global da Cimpor .....	25
	Capítulo 6. Desempenho da Cimpor após à sua venda .....	27
6.1	Desempenho da Cimpor em Portugal .....	27
6.2	Desempenho da Cimpor no Brasil .....	28
6.3	Desempenho da Cimpor em África.....	30
6.4	Desempenho da Cimpor na Argentina e no Paraguai .....	31
6.5	Desempenho Global da Cimpor .....	32
	Capítulo 7. Gestão da Dívida Financeira.....	34
7.1	Dívida Financeira Líquida.....	35
7.2	Custo dos Financiamentos Obtidos.....	36
7.3	Indicadores de Estrutura de Capital.....	38
	Capítulo 8. Principais Riscos de Negócio .....	41
8.1	Risco de Negócio e Mercados Emergentes.....	41
8.2	Risco de Concorrência.....	42
8.3	Risco de Aumento dos Custos Energéticos .....	43
8.4	Risco de Investimento.....	44
8.5	Risco Cambial .....	45
8.6	Risco de Financiamento e de <i>Rating</i> da Cimpor.....	47
	Conclusão .....	49
	Apêndices .....	51
	Referências bibliográficas.....	54
	Webgrafia .....	56
	Anexos .....	59

## Índice de quadros

<b>Tabela 1:</b> Taxa de crescimento real da economia portuguesa, em percentagem do PIB. Fonte: Banco Mundial. ....	13
<b>Tabela 2:</b> Taxa de crescimento real da economia brasileira, em percentagem do PIB. Fonte: Banco Mundial. ....	14
<b>Tabela 3:</b> Taxa de crescimento real das economias desenvolvidas e em desenvolvimento, em percentagem do PIB. Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional .....	16
<b>Tabela 4:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor em Portugal entre 2009 e 2011. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	22
<b>Tabela 5:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor no Brasil entre 2009 e 2011. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	23
<b>Tabela 6:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor no Egito, Moçambique e África do Sul. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	24
<b>Tabela 7:</b> Demonstração de Resultados da Cimpor entre 2009 e 2011, em milhões de euros. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	25
<b>Tabela 8:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor em Portugal entre 2012 e 2016. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	27
<b>Tabela 9:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor no Brasil entre 2012 e 2016. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	28
<b>Tabela 10:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor no Egito, Moçambique e África do Sul entre 2012 e 2016. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	30
<b>Tabela 11:</b> Principais indicadores de atividade da Cimpor na Argentina e Paraguai entre 2013 e 2016. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	31
<b>Tabela 12:</b> Demonstração de Resultados da Cimpor entre 2013 e 2016, em milhões de euros. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	32
<b>Tabela 13:</b> Valor da dívida financeira líquida da Cimpor entre 2009 e 2016, em milhões de euros. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	35
<b>Tabela 14:</b> Rácio de Endividamento (Dívida Financeira Líquida/EBITDA) da Cimpor entre 2009 e 2016. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	35



<b>Tabela 15:</b> Rácio de endividamento da Cimpor e da média registada no setor. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim. ....	36
<b>Tabela 16:</b> Custo do financiamento da atividade da Cimpor entre 2009 e 2016. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.....	37
<b>Tabela 17:</b> Rácio de autonomia financeira da Cimpor e da média registada no setor. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.....	38
<b>Tabela 18:</b> Rácio da cobertura dos ativos não correntes da Cimpor e média registada no setor. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.....	39
<b>Tabela 19:</b> Rácio da liquidez geral da Cimpor e média registada no setor. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim. ....	40
<b>Tabela 20:</b> Rácio de liquidez reduzida da Cimpor e média registada no setor. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim. ....	40
<b>Tabela 21:</b> Preço médio por saco de 50kg de cimento portland no Brasil, entre 2007 e 2016, em reais e em euros. Fonte: CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção .....	43
<b>Tabela 22:</b> Tarifa média para a indústria no Brasil, em reais por kilo-watt consumido por hora, entre 2007 e 2016. Fonte: ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica .	43
<b>Tabela 23:</b> Investimento líquido operacional da Cimpor entre 2010 e 2016, em milhões de euros. Fonte: Relatório e Contas da Cimpor. ....	44
<b>Tabela 24:</b> Consumo total de cimento portland no Brasil, entre 2007 e 2016, em milhões de toneladas. Fonte: CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção. ..	45
<b>Tabela 25:</b> Taxa de câmbio média anual do real para euro, entre 2007 e 2016. Fonte: X-Rates – Exchange Rates .....	46
<b>Tabela 26:</b> <i>Rating</i> e respetivo <i>Outlook</i> atribuído pela Standard and Poor's à Cimpor entre 2009 e 2016 Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.....	47
<b>Tabela 27:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira italiana Buzzi Unicem. Fonte: Relatório e Contas da Buzzi Unicem. ....	51

<b>Tabela 28:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira francesa Vicat. Fonte: Relatório e Contas da Vicat. ....	51
<b>Tabela 29:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira grega Titan. Fonte: Relatório e Contas da Titan. ....	51
<b>Tabela 30:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira indiana Jaypee. Fonte: Relatório e Contas da Jaypee. ....	52
<b>Tabela 31:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira tailandesa Siam. Fonte: Relatório e Contas da Siam. ....	52
<b>Tabela 32:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira chinesa Shanshui. Fonte: Relatório e Contas da Shanshui. ....	52
<b>Tabela 33:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira chinesa BBMG. Fonte: Relatório e Contas da BBMG. ....	53
<b>Tabela 34:</b> Principais rácios calculados para a empresa cimenteira brasileira Votorantim. Fonte: Relatório e Contas da Votorantim. ....	53
<b>Tabela 35:</b> Taxa de desemprego em Portugal, em percentagem da população ativa, entre 2002 e 2012. Fonte: OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. ....	59
<b>Tabela 36:</b> Taxa de desemprego no Brasil, em percentagem da população ativa, entre 2002 e 2012. Fonte: OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico. ....	59
<b>Tabela 37:</b> Taxa de crescimento real da economia portuguesa, em percentagem do PIB. Fonte: Banco Mundial. ....	59
<b>Tabela 38:</b> Taxa de crescimento real da economia brasileira, em percentagem do PIB. Fonte: Banco Mundial. ....	59

## Introdução

As fusões e as aquisições são uma prática cada vez mais comum nos dias que correm, ocorrendo por variados motivos, desde a procura pelo aumento da quota de mercado, até melhorar a eficiência das operações da empresa. Em Portugal não é exceção e a prática desta operação é cada vez mais recorrente, incluindo em grandes empresas, como aconteceu com a Cimpor em 2012, adquirida pela Camargo Corrêa, uma *holding* de capital privado, sediada no Brasil. A maior empresa cimenteira portuguesa e uma das maiores do mundo do seu setor, foi adquirida num ano em que Portugal atravessava uma grave crise económica, após o pedido de auxílio ao Fundo Monetário Internacional e à União Europeia no ano anterior. Em sentido inverso, o Brasil apresentava um cenário macroeconómico favorável e de elevado crescimento, propenso ao investimento.

É importante estudar com detalhe se esta aquisição teve os efeitos desejados para a empresa portuguesa, e, com o contributo da literatura, comparar as principais conclusões dos diversos autores com os resultados deste trabalho. Sendo a Cimpor uma grande empresa, presente em diversos países, em vários continentes, e empregando milhares de pessoas, mais relevância terá este trabalho e desta forma irei também dar o meu contributo no que respeita à literatura sobre o sucesso das fusões e aquisições. Sendo este um estudo de caso, a análise de dados é crucial, pelo que para analisar devidamente os efeitos que a aquisição da Cimpor teve na empresa, irei comparar os dados dos principais indicadores económicos das diversas unidades de negócio da empresa, anterior e posterior à sua venda, enfatizando a demonstração de resultados da mesma. Posteriormente, analisarei a evolução da dívida da empresa, calculando alguns rácios financeiros de modo a aferir as alterações verificadas após a mudança de gestão na empresa e comparando esses valores com a média registada no setor. Para a média do setor, utilizo dados de 8 empresas com capacidades produtivas relativamente semelhantes à Cimpor, de modo a ser feita uma comparação mais concisa. Por fim, enumero e quantifico os principais riscos de negócio que a Cimpor enfrenta no decorrer da sua atividade, de modo a averiguar quais os principais fatores explicativos do desempenho da empresa após a sua aquisição.

A estrutura deste trabalho, de forma resumida, começa pela revisão da literatura, de forma a criar a base do trabalho, prosseguindo nas secções seguintes com a descrição, de forma breve, sobre a história de ambas as empresas envolvidas no negócio e a conjuntura económica dos países onde ambas estão sediadas – Portugal no caso da Cimpor e Brasil no caso da Camargo Corrêa. De seguida, será apresentada a informação relativa a todo o processo de venda da Cimpor e ainda a análise dos dados do desempenho da empresa, anterior e posterior à sua aquisição. Na parte final do trabalho, serão apresentados dados e o cálculo de alguns rácios financeiros e de endividamento, a identificação e quantificação dos principais riscos de negócio que a Cimpor enfrenta no decorrer da sua atividade e, na parte final, serão apresentadas as devidas conclusões.

## **Capítulo 1. Revisão da Literatura**

### **1.1 Definição dos Conceitos-Chave**

Antes de mais, é importante definir os conceitos-chave deste trabalho. De acordo com Anuar et al. (2014), uma aquisição diz respeito à compra de uma parte ou totalidade dos direitos económicos de outra empresa por parte da empresa adquirente. Normalmente, a empresa adquirente tem maior dimensão e poderio financeiro que a empresa adquirida. O nome da empresa adquirida pode ou não deixar de existir individualmente e a empresa adquirente passa a ser dona de todo o aglomerado. Temos o exemplo da aquisição da Carrefour em Portugal por parte da SONAE em 2007. A SONAE adquiriu a totalidade dos hipermercados Carrefour por 662 milhões de euros e a Carrefour deixou de existir em Portugal. A motivação da aquisição foi para expandir o volume de negócios da SONAE, aumentando o número de espaços comerciais. No caso da Cimpor, a maioria dos seus direitos económicos foram adquiridos por parte da Camargo Corrêa, no entanto, o seu nome manteve-se inalterado.

A fusão, também de acordo com Anuar et al. (2014), ocorre quando duas ou mais empresas se juntam e constituem uma única empresa, juntando o capital social de todas as empresas envolvidas. Tanto as fusões como as aquisições são atividades que podem envolver mudança na administração e reestruturação. Temos o exemplo da fusão entre a Daimler – empresa notória pelo seu fabrico dos automóveis comerciais Mercedes-Benz – e a Chrysler – fabricante norte-americano de automóveis – em 1998. A fusão levou ao desaparecimento das entidades singulares Daimler e Chrysler, originando uma nova entidade com a designação “DaimlerChrysler AG” até ao ano de 2007 – a partir de 2007 a empresa adotou uma nova designação “Daimler AG”. A fusão teve como principais motivações aumentar a quota de mercado da nova empresa, aumentando a sua competitividade.

## **1.2 Estudo Inicial**

O primeiro autor a abordar o tema de fusões e aquisições, criando uma própria teoria, foi Dennis C. Mueller em 1969 com o seu artigo intitulado “A Theory of Conglomerate Mergers”. Neste trabalho, Mueller (1969), tendo em conta dados de fusões e aquisições nos anos 60, altura em que se regista um grande aumento no número de fusões e aquisições entre grandes empresas, afirma que não se pode recusar a ideia de que uma fusão entre empresas de indústrias diferentes possa gerar aumentos de rentabilidade. A diversificação nas fusões e aquisições pode, portanto, ser benéfico para as empresas envolvidas. Ao longo dos últimos 50 anos, inúmeros estudos de vários autores têm sido efetuados e diferentes conclusões foram sendo tiradas, como iremos ver mais à frente.

## **1.3 Movimentos de Fusões e Aquisições**

Weston e Weaver (2001) no seu livro publicado intitulado “Mergers and Acquisitions”, demonstram a existência de 5 movimentos de fusões e aquisições desde o final do século XIX. O primeiro, entre 1893 e 1904, ficou marcado pela criação de um mercado comum, através da implementação de um sistema de caminhos-de-ferro entre vários continentes. A maioria das fusões e aquisições ocorriam em empresas no setor metalúrgico, petrolífero e nas empresas manufatureiras. O segundo, iniciado a partir dos anos 20, coincide com o desenvolvimento do rádio que permitiu a expansão da publicidade e também do setor automóvel, fazendo com que as vendas e distribuição fossem feitas de modo mais eficiente. Este movimento caracterizou-se pelo aparecimento de fusões verticais, permitindo às empresas manufatureiras controlarem de modo mais eficiente os seus canais de distribuição. O terceiro movimento, iniciado a partir dos anos 60, coincide com a diminuição a nível mundial do investimento na defesa, fruto do fim da 2ª Guerra Mundial, levando as empresas a formarem grandes conglomerados e a diversificarem-se, fruto não só do aumento populacional, mas também do aumento do mercado concorrencial. No entanto, fruto da tendência para as empresas se diversificarem, muitas delas afastaram-se em demasia das suas

competências base, pelo que o crescimento de muitas se tornou limitado devido à falta de especialização. O quarto movimento, iniciado a partir dos anos 80, difere do movimento anterior no que diz respeito à diversificação. Devido ao acesso ao crédito mais facilitado, as empresas, mais do que nunca, corriam o risco de serem adquiridas por empresas de maior dimensão e que apresentassem uma performance acima da média.

Estes movimentos foram descritos e explicados por Weston e Weaver (2001), considerando a realidade dos Estados Unidos da América. No entanto, os autores também mencionam que na Europa, estes movimentos e respetivo período da história não diferem muito comparado com os Estados Unidos da América. O quinto e atual movimento de fusões e aquisições, começando em 1993, é marcado pela era das fusões e aquisições estratégicas de grande dimensão. Os avanços tecnológicos e desregulação do mercado norte-americano e europeu tornaram o mercado mais global, que incentiva à ocorrência de fusões e aquisições.

## **1.4 Análise crítica dos diversos autores na literatura**

Segundo a agência Thomson Reuters, em 2015 registaram-se fusões e aquisições no valor de aproximadamente 4,7 triliões de dólares americanos, correspondendo a uma subida de 42% face ao ano anterior e batendo o anterior *record* de 4,4 triliões de dólares americanos registado em 2007. Atendendo a estes números, é importante estudar quais os motivos que levam as empresas a seguirem esta estratégia. De acordo com Mueller (2003), analisando 168 fusões e aquisições envolvendo grandes empresas entre 1978 e 1990, o excesso de confiança dos gestores é um dos principais motivos que levam as empresas a submeterem-se a uma fusão ou aquisição. Neste estudo, a maioria das fusões e aquisições não aumentaram o valor para os acionistas das empresas e grande parte das empresas adquirentes pagaram bem mais do que o real valor das empresas adquiridas – elevado prémio de aquisição. Em sentido inverso, a procura de sinergias foi um motivo que pouco ou nada parece ter sido tido em conta por parte das empresas no processo de decisão. Um estudo, desenvolvido por Motis (2007), classificou os motivos que levam a essa prática em duas vertentes diferentes, através do estudo de vários casos de estudo. A

primeira diz respeito à motivação em aumentar o valor das empresas envolvidas através de aumentos de eficiência nas operações, fruto de sinergias e aumento de quota de mercado, originando aumento das receitas futuras ou no imediato. A segunda diz respeito às motivações pessoais dos gestores, que têm como prioridade aumentar a sua riqueza pessoal, mesmo se a fusão ou aquisição provoque uma perda do valor das empresas envolvidas. Um outro motivo apresentado num estudo de Harvey (2015), é a necessidade de adaptação no mercado cada vez mais concorrencial, enfrentando as ameaças da globalização. Dar uma resposta às dificuldades financeiras que as empresas podem enfrentar é também mais um motivo que pode levar à ocorrência de fusões e aquisições, como afirma Akinbuli (2013), no seu estudo que englobou fusões e aquisições de instituições financeiras na Nigéria entre 2004 e 2008.

No entanto, os estudos sobre os motivos que levam à prática desta estratégia estão mais desenvolvidos e estudados do que os efeitos das fusões e aquisições no crescimento da economia, como afirma Doytch e Cakan (2011). Esse estudo engloba 31 países da OCDE, onde através da análise de dados recolhidos do “World Bank” e “World Development Indicators” entre 1985 e 2008 e através da análise da evidência empírica, concluiu-se que, à exceção do sector de serviços, as fusões e aquisições não apresentam um impacto positivo ou significativo no crescimento da economia.

Os efeitos na performance das empresas e sua rentabilidade também são alvo de estudo. Mueller (2003), no seu estudo, mostra que há pouca ou nenhuma evidência de que as fusões e aquisições criam valor para os acionistas de ambas as empresas e que as empresas melhorem a sua performance, fruto de sinergias criadas. No estudo de Harvey (2015), onde o autor estudou a fusão entre duas empresas do Gana do setor petrolífero, ocorrida em 2006 e, após analisar os relatórios e contas das empresas entre 2000 e 2012, concluiu que a rentabilidade de ambas as empresas não aumentou fruto dessa operação, embora o valor dos dividendos para os acionistas tenha aumentado. Bjorvatn (2003) através de um modelo teórico e usando informação de fusões e aquisições de empresas na década de 90, afirma que os baixos custos de entrada e a livre circulação de *know-how* tecnológico nos mercados favorecem a ocorrência de aquisições entre empresas de países diferentes e podem, portanto, aumentar a sua rentabilidade. Não se observando estas condições, a fusão entre empresas do mesmo país será preferível, de modo a melhorar a eficiência das empresas e aumentar a sua rentabilidade. Weston e Weaver



(2001) afirmam que as fusões e aquisições têm a capacidade de contribuir positivamente para o desempenho das empresas ao nível organizacional. No entanto, esta estratégia terá de ser precedida de um rigoroso estudo de mercado, tanto na identificação das oportunidades de mercado e das (in)capacidades que as empresas têm, de modo a poder tomar a melhor decisão possível e aumentar o valor da empresa. Ravenscraft e Scherer (1987), analisando aquisições de 95 empresas dos Estados Unidos, nos anos 60 e 70 do século XX, afirmam que as empresas que se submetem ao processo de aquisição – seja como adquirida ou adquirente – não apresentam uma melhoria na eficiência ao nível operacional. Consequentemente existe pouca evidência que as aquisições aumentem a rentabilidade das empresas, de acordo com Ravenscraft e Scherer (1987).

Para além da performance das empresas, as fusões aquisições também têm a sua influência no que diz respeito ao mercado de trabalho. De acordo com Yurtoglu e Gungler (2004), o período que precede uma fusão ou uma aquisição normalmente não terá um efeito significativo, positivo ou negativo, no mercado de trabalho dos Estados Unidos, podendo-se associar a este facto a rigidez que o mercado de trabalho norte-americano apresenta. No entanto, o mesmo estudo efetuado na Europa, revela um impacto negativo na ordem dos 10% em relação à procura de trabalho por parte das empresas que se submetem a esta operação. O aproveitamento de sinergias e aumentos de eficiência muitas vezes implica a redução de custos e reestruturação do pessoal das empresas, levando a uma diminuição do número de colaboradores das empresas.

## **1.5 Diligência Prévia**

No seguimento da análise dos diversos efeitos das fusões e aquisições e dos motivos que levam à sua ocorrência, é importante também estudar um pouco sobre o processo intitulado de diligência prévia. De acordo com Nachescu (2011), o processo de diligência prévia, na ótica das fusões e aquisições, corresponde à análise detalhada da informação sobre as empresas envolvidas, prévia à ocorrência da fusão ou aquisição, de modo a diminuir o risco e a incerteza inerente a este tipo de operação financeira. Os dados contabilísticos de ambas as empresas, assim como outro tipo de informação relevante, devem ser analisados de modo pormenorizado, de modo a que o negócio

potencial seja corretamente avaliado e evite que a empresa adquirente pague em demasia pela empresa alvo. Para além da performance financeira da empresa alvo e adquirente, também deverá ser analisada a performance operacional de cada uma e ainda o mercado onde elas operam e as expectativas de desempenho futuro. Este processo de investigação, especialmente no caso de aquisições de grande dimensão, deverá ser feito por uma entidade independente, de modo a evitar qualquer análise tendenciosa de parte a parte – diminuir a probabilidade de se subavaliar o risco e custos inerentes ou sobreavaliar os benefícios e ganhos potenciais. Nascescu (2011) enfatiza que o processo de diligência prévia é ainda mais importante em economias que enfrentam períodos de crise, sejam eles períodos de recessão ou de estagnação da economia. Nestes períodos, é fundamental que os objetivos e motivações que levam as empresas a tomarem uma decisão, no contexto de fusões e aquisições, sejam mais realistas e possíveis de alcançar. O processo de diligência prévia torna-se também necessário devido ao facto de os mercados não serem totalmente eficientes e existir assimetria de informação. Um estudo de Dionne et al. (2010), analisando 1026 aquisições ocorridas nos Estados Unidos da América, entre 1970 e 2007, demonstra que as empresas que detêm informação privilegiada sobre a empresa alvo, pagam um prémio médio de aquisição cerca de 70% inferior ao prémio de aquisição médio pago por empresas que não detêm informação privilegiada. O prémio de aquisição corresponde à diferença entre o valor pago pela empresa adquirente e o valor real da empresa adquirida. De acordo com Dionne et al (2010), esse valor a pagar pela empresa adquirente será tanto maior quanto menor for a informação ao seu dispor sobre a empresa alvo.

## **1.6 Estrutura de Capital**

A estrutura de capital das empresas, isto é, o modo como financiam as suas operações é também fundamental nesta análise, na medida em que o sucesso de uma fusão ou aquisição irá depender de diversos fatores, sendo um deles a estrutura de capital das empresas envolvidas. Como afirma Myers (2001), a estrutura ótima de capital não é universal e depende de inúmeros fatores, não havendo um rácio ideal entre

capitais próprios e capitais alheios no financiamento das operações. O mesmo autor refere que existem várias teorias sobre a estrutura de capital ótima, embora nenhuma possa ser analisada de um modo genérico. De acordo com Modigliani e Miller (1958), o valor da empresa não é afetado pela estrutura de capital que a empresa adote, mediante alguns pressupostos. Os autores, que inclusive desenvolveram o seu próprio teorema – teorema da irrelevância da estrutura de capital – afirmam que num mercado eficiente, sem informação assimétrica, com impostos nulos e sem custos de agência nem risco de falência, o valor das empresas permanece inalterado, independentemente de as suas operações serem financiadas pela emissão de novas ações – aumento de capital – ou por emissão de dívida, quer por empréstimos bancários ou emissão de obrigações ou outra qualquer fonte de capital alheio. Este trabalho de Modigliani e Miller (1958) serviu de base para muitos outros autores que se dedicam ao estudo e investigação desta área da economia, pois, embora na realidade o mercado não apresente total eficiência, não deixa de ser um trabalho importante e servir de referência ainda nos dias que correm.

De acordo com Nawaz et al. (2015), as empresas que tenham um elevado peso de capitais alheios no financiamento da sua atividade, apresentarão níveis de rentabilidade inferiores, quando comparadas com empresas que possuam um maior equilíbrio na sua estrutura de capitais. Esse estudo teve como base o setor cimenteiro do Paquistão, analisando os relatórios e contas de 18 empresas do setor, entre 2005 e 2010. Embora não seja uma amostra significativa e corresponda a um mercado diferente, o setor é o mesmo em que se insere a Cimpor, pelo que deverá ser tido em conta. No entanto, num estudo realizado por Lang et al. (1995), um elevado peso dos capitais alheios no financiamento da atividade das empresas apenas terá um efeito reverso na sua rentabilidade em pequenas empresas com poucas oportunidades de investimento, não existindo evidência de efeito negativo para empresas com grandes oportunidades de investimento. Vários estudos foram efetuados sobre a influência que a estrutura de capital tem no desempenho das empresas no período que procede uma fusão ou aquisição. Um estudo realizado por Bouraouni e Ping (2014), tendo como base a análise de 850 fusões e aquisições de empresas nos Estados Unidos da América, demonstra que quanto menor o peso dos capitais alheios na estrutura de capital das empresas, melhor será o desempenho das empresas no período que sucede a fusão ou aquisição. No longo prazo, a falta de flexibilidade financeira irá limitar o desempenho operacional das

empresas e afetar o valor da empresa como consequência, podendo aumentar o risco de falência, caso a situação não seja regularizada.

## **Capítulo 2. História das duas empresas**

### **2.1 História da Cimpor**

A “Cimpor – Cimentos de Portugal, E.P.” foi constituída em 1976 no concelho de Sintra, no distrito de Lisboa, resultando da fusão de várias empresas cimenteiras que se tornaram públicas no pós-25 de abril de 1974. A Cimpor é uma empresa cimenteira, cuja principal atividade é a produção e comercialização de cimento, embora produza e comercialize também betões, agregados e argamassas numa ótica de integração vertical dos negócios. Em 1991, a empresa passa a ser constituída como uma sociedade anónima, adotando a designação “Cimpor – Cimentos de Portugal, S.A.”. O ano de 1992 fica marcado pelo início do processo de internacionalização da empresa, com a aquisição da empresa espanhola “Corporación Noroeste S.A.”. O modo de entrada da Cimpor nos mercados internacionais foi feito através de aquisições do capital social de empresas cimenteiras estrangeiras. Em 1997, a Cimpor entra no mercado brasileiro, através da aquisição da empresa cimenteira Cisafrá. No final de 2011, a Cimpor tinha atividade em 12 países diferentes, espalhados por 4 continentes, possuindo 26 fábricas e 16 moagens de cimento, com uma capacidade total de produção de cimento de 36,5 milhões de toneladas por ano, empregando cerca de 8250 colaboradores. Na América do Sul está presente no Brasil, em África na Tunísia, Marrocos, Egito, África do Sul e Moçambique, na Europa em Portugal, Espanha e Turquia e na Ásia na China e Índia.

### **2.2 História da Camargo Corrêa**

A “Camargo Corrêa S.A.” é uma *holding* de capital privado que apresenta um portfólio de negócios diversificado, composto por um conjunto de empresas subsidiárias, atualmente presente nos setores de cimento, concessão de transportes e mobilidade urbana, construção, imobiliário, têxtil e indústria naval. Embora o grupo Camargo Corrêa esteja presente em vários mercados, historicamente e atualmente, mais de metade do seu volume de negócios provém do setor da construção e do cimento.

A história da Camargo Corrêa remonta a 1939, ano em que no centro de São Paulo é constituída a “Camargo, Corrêa & Cia. Lda”, começando por ser uma empresa no setor da construção, que ao longo dos anos foi crescendo e entrando em novos setores de mercado, criando algumas empresas subsidiárias e várias parcerias ao longo desse percurso. Em 1968, é fundada a subsidiária “Camargo Corrêa Industrial”, marcando a entrada do grupo na indústria do cimento. Em 1998, a “Camargo Corrêa Industrial” passa a ser designada por “Camargo Corrêa Cimentos” e em 2011 adota a designação de “InterCement Brasil S.A.”.

### **2.3 Início do Processo de Privatização da Cimpor**

No que diz respeito ao processo de privatização da Cimpor, este teve início em 1994, sendo alienado cerca de 20% do capital social, ficando a empresa a ser detida por cerca de 14 mil acionistas. Em 1996, dá-se a segunda fase do processo de privatização, com a venda de 45% do capital social, passando a Cimpor a ter cerca de 80 mil acionistas. Em 1998, na terceira fase do processo de privatização, é alienado cerca de 25% do capital social, ficando a Cimpor com cerca de 500 mil acionistas e o Estado Português apenas com 10,05% do capital. Em 2001, o Estado Português vende a totalidade dos 10,05% que detém da Cimpor à Teixeira Duarte, S.A., uma das maiores empresas de construção civil portuguesas, sediada em Oeiras. No final de 2011, o capital social da Cimpor era detido em 32,9% pela Camargo Corrêa, 21,2% pela Volorantim, 10,7% por Manuel Fino, 9,6% pela Caixa Geral de Depósitos, 10% pelo Fundo de Pensões BCP e 15,6% em *free float*, ou seja, em livre circulação para negociação no mercado. Na medida em que a Caixa Geral de Depósitos é um banco público e os seus administradores são nomeados pelo governo português, o estado português, mesmo sem deter oficialmente qualquer percentagem do capital social da Cimpor, continua a ter algum poder de decisão no que toca à possível venda do capital social detido pela Caixa Geral de Depósitos.

## Capítulo 3. Conjuntura Económica de Portugal e Brasil

### 3.1 Situação Económica em Portugal

A economia portuguesa, desde o início dos anos 2000, apresenta um ritmo de crescimento muito diferente daquele verificado na economia brasileira.

Taxa Crescimento Real	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Portugal</b>	0,8%	-0,9%	1,8%	0,8%	1,6%	2,5%	0,2%	-3,0%	1,9%	-1,8%	-4,0%

**Tabela 1:** Taxa de crescimento real da economia portuguesa, em percentagem do PIB.

Fonte: Banco Mundial.

Utilizando dados do Banco Mundial, podemos ver que entre 2002 e 2012, a taxa de crescimento real média do PIB em Portugal foi praticamente nula, situando-se nos 0,03% negativos por ano. Mesmo no período que antecedeu a crise financeira de 2008, a taxa de crescimento real média anual do PIB foi de apenas 1%. A economia portuguesa atravessa então um período de estagnação económica, com alguns anos de crescimento – crescimento real de 2,5% do PIB em 2007 – e outros de recessão – crescimento real negativo de 3% em 2009. Este crescimento residual deve-se a vários fatores, sendo um deles o aumento acentuado do desemprego – de 5% em 2002 para 15,7% em 2012. Apenas em 2008 se registou uma descida marginal no desemprego – de 8% em 2007 para 7,6% em 2008 –, tendo nos restantes anos aumentado sempre.

Em abril de 2011, após se ter registado um elevado défice orçamental e uma dívida pública próxima dos 100% do PIB, foi formalizado o pedido de resgate financeiro por parte do governo português, no valor de cerca de 78 mil milhões de euros. Este resgate financeiro levou o governo português a adotar políticas de consolidação orçamental, envolvendo um conjunto de reformas conjunturais e estruturais de modo a cumprir o acordo com a “troika” – Banco Central Europeu, Fundo Monetário Internacional e Comissão Europeia.

### 3.2 Situação Económica no Brasil

Em sentido inverso, o Brasil é uma economia emergente, cujo crescimento se tornou mais acentuado a partir da década de 90 do século XX. No trabalho realizado por O’Neil (2001), onde pela primeira vez foi introduzida a designação de BRIC – Brasil, Rússia, Índia e China –, é demonstrado que estas quatro economias emergentes apresentavam um crescimento económico superior à média das 7 maiores economias mundiais. Embora dessas quatro economias emergentes, o Brasil seja aquele que menos crescimento se perspectivava nos 10 anos seguintes à publicação do trabalho de O’Neil, continuava a ser uma economia com um elevado crescimento esperado, face à média das restantes economias.

Taxa Crescimento Real	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Brasil</b>	3,1%	1,1%	5,8%	3,2%	4,0%	6,1%	5,1%	-0,1%	7,5%	4,0%	1,9%

**Tabela 2:** Taxa de crescimento real da economia brasileira, em percentagem do PIB.

Fonte: Banco Mundial.

Usando dados recolhidos do Banco Mundial, podemos ver que entre 2002 e 2012, registou-se uma taxa de crescimento real média do PIB do Brasil de cerca de 3,8% por ano, onde se destacam as taxas de crescimento de 6,1% em 2007 e de 7,5% em 2010, o expoente máximo do crescimento registado na economia brasileira desde o final dos anos 80.

Apenas em 2009 se registou uma estagnação do crescimento real do PIB – -0,1% do PIB – devido à grave crise financeira registada a nível mundial no setor bancário. As previsões de O’Neil foram acertadas de um modo geral e o Brasil em 2012 continua a apresentar uma tendência de crescimento. O crescimento acentuado do PIB deveu-se a vários motivos e um dos principais foi a descida do desemprego desde 2003 – de 12,5% em 2003 para 6% em 2011. Com o elevado crescimento registado, o otimismo das famílias aumenta e, por consequência, aumenta o consumo e investimento, impulsionado também pelo fácil acesso ao crédito.



### **3.3 Setor da Construção no Brasil**

Como vimos, o Brasil é uma das principais economias emergentes a nível mundial e até 2012 continuava a sua tendência de crescimento. De acordo com Oliveira (2012), o setor da construção acompanhou o crescimento registado da economia brasileira desde o início do século XXI e, a partir de 2009, o setor apresentava uma taxa de crescimento superior à do crescimento total da economia. No final de 2011, o setor da construção correspondia a cerca de 5% do PIB total. Este aumento, e considerável contribuição para o PIB, deve-se essencialmente ao aumento do investimento público na habitação, resultante das políticas sociais levadas a cabo pelo governo brasileiro. Em 2008, o investimento destinado à construção civil correspondeu a cerca de 1,2 mil milhões de reais – cerca de 456 milhões de euros convertidos à taxa de câmbio média registada nesse mesmo ano. Era clara a expansão do setor, muito graças ao acesso facilitado ao crédito com baixas taxas de juro, às políticas de investimento público levadas a cabo pelo governo brasileiro e estabilidade do cenário macroeconómico. Este panorama favorece as empresas do setor da construção e, aumentando o volume de negócios das empresas, aumenta também o investimento e a procura de novas oportunidades de expansão.

Devido a estes fatores, o grupo Camargo Corrêa tem forte interesse em expandir a sua quota de mercado, acompanhando a expansão do setor da construção que se perspetiva devido ao forte investimento público, não só em termos de habitação, como também em infraestruturas para eventos desportivos, nomeadamente para o Campeonato do Mundo de Futebol em 2014 e Jogos Olímpicos em 2016.

### **3.4 Ritmos de crescimento diferentes das duas economias**

As economias emergentes, desde o início dos anos 90 do século XX, têm apresentado uma taxa de crescimento superior quando comparada com o crescimento registado pelas economias desenvolvidas. Para além de serem as economias que mais investimento direto estrangeiro atraem desde os últimos 25 anos – dados do FMI –, são

também as economias que apresentam um ritmo de crescimento superior à média global.

<b>Taxa Crescimento Real</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Economias Desenvolvidas</b>	1,7%	2,1%	3,2%	2,8%	3,0%	2,7%	0,1%	-3,4%	3,1%	1,7%	1,2%
<b>Economia em Desenvolvimento</b>	4,5%	7,0%	7,9%	7,2%	8,1%	8,6%	5,8%	2,9%	7,4%	6,3%	5,4%

**Tabela 3:** Taxa de crescimento real das economias desenvolvidas e em desenvolvimento, em percentagem do PIB.  
Fonte: FMI – Fundo Monetário Internacional

Utilizando dados do FMI, em 2011 a economia global registou um crescimento de aproximadamente 3,8%, ano em que as economias emergentes cresceram cerca de 6,3% e as economias desenvolvidas apenas 1,7%. No que toca ao consumo de cimento, também em 2011, cerca de 90% do consumo total de cimento ocorreu nas economias emergentes. A quantidade de cimento consumido pelas economias emergentes foi de 3,6 mil milhões de toneladas, correspondendo a um acréscimo de 8% face a 2010. Nas economias desenvolvidas a procura de cimento diminuiu cerca de 2%, enquanto nas economias emergentes aumentou cerca de 8%.

Perante estes dados e esta conjuntura económica, tanto a Cimpor como a Camargo Corrêa vêm com bons olhos explorar as potencialidades dos mercados das economias emergentes. A administração da Cimpor, já em 2011, afirmou que fazia parte dos planos da empresa diminuir a presença nas economias mais desenvolvidas e aumentar o investimento nas economias emergentes, com especial foco no Brasil.

## **Capítulo 4. Processo de Venda da Cimpor**

### **4.1 Processo de Venda da Cimpor**

O interesse da Camargo Corrêa em adquirir a Cimpor já tinha começado no início de 2010, altura em que foi apresentada uma proposta de fusão entre a Camargo Corrêa e a Cimpor. No entanto, antes da apresentação da proposta de fusão no dia 13 de janeiro de 2010, já tinha sido lançada uma OPA – oferta pública de aquisição – sobre a Cimpor, por parte da Companhia Siderúrgica Nacional, uma das maiores empresas do setor da construção do Brasil. Essa OPA, lançada no dia 18 de dezembro de 2009, tinha como alvo a aquisição de 90% do capital social da Cimpor a um preço de 6,18€ por ação. A administração da Cimpor rejeitou a proposta, afirmando que não correspondia ao valor real da Cimpor, fixado nos 6,5€ por ação. Em comunicado à CMVM, a Camargo Corrêa informou que havia retirado a proposta de fusão junto da administração da Cimpor, após essa proposta ter ocorrido poucos dias depois de ter sido lançada a OPA por parte da Companhia Siderúrgica Nacional, embora frisasse que o interesse em fazer negócio com a Cimpor se mantinha.

No dia 30 de março de 2012, foi anunciado o lançamento preliminar da OPA sobre a Cimpor por parte da “InterCement Participações S.A.”, empresa subsidiária do Grupo Camargo Corrêa, tendo como alvo o controlo do capital social da Cimpor, a um preço de 5,5€ por ação. O valor do prémio de aquisição ascendia aos 8,3%, quando comparado com o valor médio das ações nos seis meses anteriores à apresentação da proposta. Após dois meses de negociações, os valores da oferta inicial acabaram por ser aceites pela Cimpor, depois dos restantes acionistas concordarem com os valores envolvidos no negócio.

No dia 20 de junho de 2012 foi anunciada oficialmente a venda da Cimpor ao grupo Camargo Corrêa S.A, que já detinha 32,9% do capital social da Cimpor. A venda foi efetuada por um valor de 5,5€ por ação – foram adquiridas um total de 268.544.654 ações –, passando a Camargo Corrêa a deter 94,81% do capital da Cimpor, com 95,69% de direitos de voto. A administração da Cimpor, liderada por Francisco Lerda, continuou a dizer que a oferta de 5,5€ por ação não correspondia ao real valor da Cimpor, embora esse valor tivesse sido aceite pelos restantes acionistas, incluindo a

Caixa Geral de Depósitos e Votorantim, empresas que tinham celebrado um acordo parassocial no dia 3 de fevereiro de 2010, onde assumiram obrigações recíprocas quanto ao exercício do seu direito de voto e manutenção de participações na Cimpor. A Camargo Corrêa adquiriu os 9,6% detidos pela Caixa Geral de Depósitos, 10% detidos pelo Fundo de Pensões BCP, 10,7% detidos por Manuel Fino, cerca de 10% em *free float* e chegou ainda acordo com a Votorantim para ficar com os 21,2% que esta detinha. O investimento total correspondeu a cerca de 1,48 mil milhões de euros, mais uma permuta de ativos entre a Camargo Corrêa e a Votorantim, de modo a que a Camargo Corrêa ficasse com os 21,2% detidos pela Votorantim.

As motivações da Camargo Corrêa entram em linha de conta com o estudo de Motis (2007). Aumentar a quota de mercado no setor do cimento e aumentar a eficiência das operações através do aproveitamento de sinergias, especialmente com as unidades de negócio no Brasil, onde a Cimpor já detém, no final de 2011, cerca de 9% de quota do mercado brasileiro. O objetivo passa por aumentar essa quota de mercado em 11 pontos percentuais e, com os investimentos previstos a realizar e integração das novas fábricas nos quadros da Cimpor, prevê-se que a empresa consiga atingir os 20% de quota de mercado. Também a Camargo Corrêa espera que, com esta aquisição, o desempenho operacional da Cimpor melhore, algo que Weston e Weaver (2001) afirmam que é possível após um processo de aquisição, embora para tal seja necessário um estudo extenso e cuidadoso de mercado, de modo a identificar as oportunidades e evitar subavaliar qualquer tipo de risco.

## **4.2 Permuta de ativos entre a Camargo Corrêa e a Votorantim**

Na OPA lançada pela Camargo Corrêa, e aceite pela Cimpor, estava pré-definido que a Camargo Corrêa iria adquirir os 21,2% do capital social detido pela Votorantim, através de um processo de permuta de ativos. Antes da ocorrência da permuta de ativos entre a Camargo Corrêa e a Votorantim, havia de ser feita uma permuta de ativos entre a Cimpor e a InterCement. Nessa primeira permuta de ativos, a Camargo Corrêa ficaria com os ativos e operações de cimento da Cimpor de 7 países – Espanha, Marrocos, Tunísia, Turquia, Índia, China e Perú – juntamente com 21,21% da

dívida consolidada da Cimpor. Em troca, a Cimpor fica com os ativos e operações de cimento e betão que a Camargo Corrêa detinha no Brasil, Argentina, Paraguai e Angola, assim como o montante de dívida associada a essas operações, no montante de 2,034 milhões de euros. Os ativos e operações nesses 7 países designam-se por ativos destacados. A segunda permuta de ativos, que envolve a Votorantim e a InterCement, em troca dos 21,2% do capital social da Cimpor detido pela Votorantim, a Camargo Corrêa abdica dos ativos destacados e de 21,21% da dívida consolidada da Cimpor. Os ativos envolvidos nesta permuta entre as empresas foram avaliados pelos bancos de investimento Morgan Stanley e Rothschild. Deste modo, diminui-se o risco de se avaliar incorretamente os ativos com um desvio considerável, que pudesse por em causa a integridade do negócio para ambas as partes, algo que Nachescu (2011) enfatizou no seu trabalho. No entanto, não existem dados suficientes que atestem a ocorrência de um processo de diligência prévia rigoroso antes da aceitação da OPA lançada pela Camargo Corrêa à Cimpor.

Após a permuta de ativos, a Cimpor passou a ter uma presença mais forte no mercado sul-americano, dando seguimento à estratégia de forte aposta nas economias emergentes, especialmente no mercado brasileiro, onde o seu acionista maioritário está sediado e procurará aproveitar as sinergias resultantes da aquisição.

#### **4.3 Mudança de Gestão**

No dia 20 de junho de 2012, a Camargo Corrêa assume o controlo da Cimpor, detendo um total de 72,9% do capital social da empresa. Até ao final do ano e após um processo de permuta de ativos acordado na OPA entre a InterCement e a Votorantim, a Camargo Corrêa passaria a deter um total de 94,81% do capital social.

No dia 16 de julho de 2012 foi nomeado em Assembleia Geral um novo Conselho de Administração. O aumento do investimento e a presença nas economias emergentes sul-americanas passou a ter uma prioridade ainda maior, no seguimento da integração no portfólio da Cimpor de fábricas na Argentina, Paraguai e Brasil. Essa estratégia entra em linha de conta com o que os antigos administradores da Cimpor afirmavam ser a melhor medida para aumentar a rentabilidade da empresa. O Brasil era,

até então, um dos principais mercados da Cimpor e o que mais contribuía positivamente para a obtenção de *cash-flows* desta empresa. E sendo o detentor da Cimpor um dos maiores conglomerados do Brasil, teoricamente, a Cimpor pode melhorar o seu desempenho neste mercado, fruto de sinergias e de um maior *know-how* do mercado brasileiro por parte dos novos administradores. É estabelecido para 2013 a intenção de se realizar um investimento de cerca de mil milhões de euros, de modo a aumentar a capacidade produtiva em 9 milhões de toneladas de cimento por ano, com a construção de novas fábricas no Brasil, Argentina, Paraguai, Moçambique e Angola.

Após a tomada de posse da Cimpor, foi também decidido em Assembleia Geral a mudança de modelo de governo da sociedade. Até à tomada de posse por parte da Camargo Corrêa, a Cimpor tinha um modelo monista latino. Posteriormente, esse modelo foi alterado para o anglo-saxónico. Ambos os modelos de governo de sociedade monista latino e anglo-saxónico englobam 3 órgãos, sendo eles a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal. A grande diferença entre os dois modelos é o facto de o conselho de administração num modelo anglo-saxónico possuir uma comissão de auditoria que será constituída por membros nomeados pela Assembleia Geral. O modelo de governo de sociedade anglo-saxónico é característico de empresas cujo capital está mais concentrado, como passou a ser o caso da Cimpor, com 94,81% do capital social detido pela Camargo Corrêa.

A estrutura funcional do Grupo Cimpor manteve-se inalterada, onde as diferentes unidades de negócio correspondentes aos países onde a empresa opera são coordenadas por um diretor geral, presente nos órgãos de administração das principais empresas localizadas nos respetivos países, reportando diretamente à Comissão Executiva da Cimpor, presente em Portugal. O centro de decisões permanece em Portugal e a *holding* do Grupo Cimpor continua a ser responsável pelo desenvolvimento estratégico e gestão global do conjunto das diferentes unidades de negócio, unidades de suporte e área de relações com investidores. Existe autonomia de gestão em cada unidade de negócio, nomeadamente para assuntos de gestão corrente e operacional, no quadro de um sistema de planeamento e controlo conduzido pela *holding*. As decisões mais importantes, nomeadamente aquelas que ultrapassam determinados valores ou com um maior impacto nos resultados da Cimpor, dependem sempre da aprovação da administração da *holding*.

## **Capítulo 5. Desempenho da Cimpor até à sua venda**

### **5.1 Desempenho da Cimpor em 2011**

A Cimpor, até à data da venda, apresentava um claro crescimento no seu volume de negócios. Era a maior cimenteira portuguesa, com operações em 11 países diferentes, e líder de mercado com elevada quota de mercado em grande parte deles. Entre 2009 e 2011, o volume de negócios da Cimpor aumentou cerca de 9,1%, correspondendo a 2,27 mil milhões de euros em 2011. Este aumento deveu-se essencialmente ao desempenho da Cimpor nos mercados de economias emergentes, especialmente o Brasil, mas também na Turquia e Moçambique. A capacidade produtiva de cimento e clínquer também aumentou de aproximadamente 31 milhões de toneladas em 2008 para 36.5 milhões de toneladas em 2011, fruto de um investimento de cerca de 294 milhões de euros, maioritariamente nas economias emergentes do Brasil, Moçambique e Egito.

De seguida irei apresentar os principais indicadores consolidados das principais áreas de negócio da Cimpor entre 2009 e 2011, de modo a ser possível observar o desempenho da Cimpor nos últimos anos que antecederam a sua venda em 2012. No que diz respeito aos ativos em África, considere apenas as áreas de negócio da Cimpor no Egito, Moçambique e África do Sul. Decidi não incluir os resultados das áreas de negócio individuais, já que estas iriam posteriormente sair do portfólio da Cimpor após a OPA realizada pela Camargo Corrêa, como se veio a verificar, na medida em que para comparar os resultados e analisar o desempenho da empresa antes e após a sua venda, não se iria chegar a nenhuma conclusão consistente, fruto da análise desses ativos.

## 5.2 Desempenho da Cimpor em Portugal

Indicadores de Atividade	Unidade	2009	2010	2011
Capacidade Instalada (com clínquer próprio)	10 <sup>3</sup> ton	6970	7157	7034
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	4251	4557	3700
Quota de Mercado	%	55,8	55,5	53,8
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	448,8	438,1	378,2
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	299,2	300,1	278,8
<b>EBITDA</b>	<b>10<sup>6</sup> €</b>	<b>149,6</b>	<b>138,0</b>	<b>99,4</b>
Margem EBITDA	%	33,3	31,5	26,3
Número de Trabalhadores	Número	1411	1373	1210
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	30,0	26,5	17,6

**Tabela 4:** Principais indicadores de atividade da Cimpor em Portugal entre 2009 e 2011.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Desde 2009 que Portugal apresenta um claro declínio do seu volume de negócios e consequentemente do seu EBITDA, embora seja a segunda área de negócio que mais contribui para o EBITDA total da empresa – cerca de 16% em 2011. Entre 2009 e 2011, o volume de negócios decresceu cerca de 15% e os custos operacionais não acompanharam essa descida, resultando numa margem EBITDA de menos 7 pontos percentuais em 2011. A contração do consumo privado e também do consumo público, devido à consolidação das contas do Estado, de modo a controlar o défice orçamental, é o principal fator explicativo deste declínio da atividade em Portugal. Apesar de Portugal ser uma área de negócios que conta muito com a procura externa – exportações de cimento e outros agregados – as exportações deterioraram-se em cerca de 25%, aliado à menor necessidade de clínquer no Egito, um dos principais compradores de cimento português. A descida dos custos operacionais no valor de cerca de 7,1%, foram insuficientes para fazer face ao aumento do preço dos combustíveis em cerca de 20%. O número de colaboradores da empresa também sofreu uma redução significativa, registando cerca de 1210 trabalhadores em 2011, menos 201 do que em 2009. A administração da Cimpor já em 2011 apresentava uma estratégia clara de forte investimento nas economias emergentes e diminuição da sua atividade nas economias mais desenvolvidas e mais expostas ao risco da dívida soberana, com custos de



financiamento mais elevados. Por essa razão, em 2011 o investimento líquido operacional diminuiu cerca de 34% face ao ano anterior. O investimento destinou-se, maioritariamente, à melhoria das condições de operacionalidade, segurança e ambiente das fábricas de cimento.

### 5.3 Desempenho da Cimpor no Brasil

Indicadores de Atividade	Unidade	2009	2010	2011
Capacidade Instalada (com clínquer próprio)	10 <sup>3</sup> ton	6280	6511	6630
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	4532	5327	5626
Quota de Mercado	%	8,8	9,2	8,6
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	427,4	609,2	688,9
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	304,3	418,3	478,8
<b>EBITDA</b>	<b>10<sup>6</sup> €</b>	<b>123,1</b>	<b>190,9</b>	<b>210,1</b>
Margem EBITDA	%	28,8	31,3	30,5
Número de Trabalhadores	Número	1541	1629	1511
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	55,4	61,5	98,5

**Tabela 5:** Principais indicadores de atividade da Cimpor no Brasil entre 2009 e 2011.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Desde 2009 que o Brasil apresenta um claro crescimento no seu volume de negócios, afirmando-se gradualmente como o maior contribuidor para o EBITDA da empresa – cerca de 34% em 2011. Em dois anos, a margem EBITDA cresceu cerca de 2 pontos percentuais, fruto do registo de um aumento do volume de negócios superior ao aumento dos custos operacionais. Ao contrário de Portugal, a economia brasileira registou um aumento do consumo privado, fruto do crescimento económico elevado que o país registou e o consumo público também aumentou devido às políticas sociais de investimento, levadas a cabo pelo governo brasileiro, resultado dos programas de investimento habitacionais e em requalificação de infraestruturas. Devido a estes fatores e aliado ao aumento significativo do preço do cimento na ordem dos 5%, foi possível registar-se um aumento superior a 70% no EBITDA. De igual forma, a estratégia de maior aposta nos mercados emergentes, nomeadamente no mercado brasileiro é notória

quando vemos que em termos de investimento líquido operacional se registou um aumento bastante significativo, aumentando cerca de 77% em apenas 2 anos. Grande parte do investimento foi realizado no âmbito de aumento da capacidade produtiva das fábricas existentes e na aquisição de duas novas fábricas de produção de clínquer. O aumento da quota de mercado do Brasil é um dos principais objetivos da administração da Cimpor.

## 5.4 Desempenho da Cimpor em África

Indicadores de Atividade	Unidade	2009	2010	2011
Capacidade Instalada (com clínquer próprio)	10 <sup>3</sup> ton	6225	6202	6453
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	6360	5693	5432
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	474,3	459,5	428,9
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	287,5	302,3	295,8
<b>EBITDA</b>	<b>10<sup>6</sup> €</b>	<b>186,8</b>	<b>157,2</b>	<b>133,1</b>
Margem EBITDA	%	39,4	34,2	31,0
Número de Trabalhadores	Número	1564	1498	1570
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	29,6	28,4	81,8

**Tabela 6:** Principais indicadores de atividade da Cimpor no Egito, Moçambique e África do Sul.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Embora, nos últimos anos, as economias emergentes tenham registado um crescimento acentuado face às economias desenvolvidas, o desempenho da Cimpor nos mercados africanos não acompanhou essa tendência de crescimento. Apesar do volume de negócios em Moçambique ter aumentado, a elevada queda no volume de negócios no Egito, aliada ao aumento ligeiro dos custos operacionais, traduziu-se numa substancial quebra do EBITDA em apenas 2 anos – uma média de 15% de descida por ano. Na África do Sul, o volume de negócios manteve-se relativamente estável neste horizonte temporal. A forte contestação social que ocorreu em vários países no norte de África e médio oriente provocou não só uma grande instabilidade social e política, como também influenciou negativamente o crescimento económico nessas economias. Um

dos países onde os protestos mais se fizeram sentir foi o Egito. Aliado ao abrandamento económico que se verificou, registou-se um aumento da oferta no país, algo que provocou uma descida acentuada do preço do cimento, na ordem dos 6%. O consumo interno de cimento sofreu também uma queda de cerca de 2% e devido a estes fatores, o volume de negócios no Egito diminuiu cerca de 27% em apenas um ano. O bom desempenho em Moçambique – crescimento do volume de negócios em cerca de 29% em 2011 – foi insuficiente para contrariar o mau desempenho no Egito, um dos maiores mercados onde a Cimpor opera e correspondente ao terceiro mercado que mais contribui para o EBITDA da empresa – cerca de 10% em 2011. Não obstante estes resultados, o nível de investimento líquido operacional em 2011 aumentou de modo considerável, na medida em que continua a manter-se a estratégia da Cimpor na aposta em mercados emergentes. Dos cerca de 82 milhões de euros de investimento, 56 milhões foram efetuados no mercado moçambicano e 19 milhões no mercado egípcio, correspondendo maioritariamente à aquisição de uma empresa detentora de uma moagem de cimento em Moçambique e à melhoria da operacionalidade das linhas de produção no Egito.

## 5.5 Desempenho Global da Cimpor

<b>Demonstração de Resultados (M €)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Volume de Negócios	2085	2239	2275
Custos Operacionais Líquidos	1479	1609	1659
<b>EBITDA</b>	<b>606</b>	<b>630</b>	<b>616</b>
Margem EBITDA	29,1%	28,1%	27,1%
Amortizações e Provisões	229	221	243
<b>EBIT</b>	<b>377</b>	<b>409</b>	<b>373</b>
Resultados Financeiros	-63	-61	-81
<b>Resultados Antes de Impostos</b>	<b>314</b>	<b>348</b>	<b>292</b>
Impostos Sobre o Rendimento	68	97	86
<b>Resultado Líquido</b>	<b>246</b>	<b>251</b>	<b>206</b>

**Tabela 7:** Demonstração de Resultados da Cimpor entre 2009 e 2011, em milhões de euros.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Em termos globais, é notório o crescimento do volume de negócios da Cimpor. Mesmo em anos marcados pela crise da dívida soberana dos países do sul da Europa onde a Cimpor opera – Portugal e Espanha – e ainda pela instabilidade social e política verificada no Egito, a Cimpor apresentou um aumento considerável no seu volume de negócios. No entanto, o EBITDA sofreu uma ligeira queda, fruto do aumento dos custos operacionais líquidos. Em termos de resultado líquido, este apresenta uma queda de cerca de 40 milhões em dois anos, justificado maioritariamente pelo aumento das provisões e pelo aumento dos resultados financeiros negativos. Os resultados financeiros apresentaram uma subida devido ao aumento acentuado dos custos dos financiamentos obtidos – maioritariamente uma subida nos *spreads* suportados –, aliado ao difícil acesso ao crédito que se verificou em 2011 nos países do sul da Europa. O aumento das provisões deveu-se essencialmente ao registo de imparidades em ativos fixos tangíveis da atividade não cimenteira em Espanha e também devido ao reforço do montante relativo a processos de natureza fiscal no Brasil. Ambas as situações fizeram acrescer o valor das provisões em cerca de 18 milhões de euros.

Não obstante, o aumento da atividade operacional no Brasil e, consequentemente, o maior contributo para a atividade geral da empresa, é um bom indicador e justifica a intenção da administração da Cimpor em aumentar a presença nesse mercado.

## Capítulo 6. Desempenho da Cimpor após à sua venda

Na medida em que a venda da Cimpor apenas foi oficializada a 20 de junho de 2012 e os novos ativos apenas foram integrados no perfil da empresa no final de 2012, não se justifica analisar o desempenho global da Cimpor no ano de 2012. As áreas de negócio em que a Cimpor manteve atividade e não abdicou após a OPA realizada são relevantes e devem ser analisadas em todos os anos do intervalo. No entanto, o desempenho global da empresa apenas será analisado a partir de 2013, ano em que a Cimpor já tinha completo o seu novo portfólio, com as novas áreas de negócio no Paraguai e Argentina e com um reforço considerável no mercado brasileiro.

De seguida irei apresentar os principais indicadores consolidados das principais áreas de negócio da Cimpor a partir de 2012, de modo a ser possível observar o desempenho da empresa no período que procedeu à sua venda e, posteriormente, fazer um balanço do desempenho global. Também em cada área de negócio que apresento, descrevo de modo sucinto quais os fatores que explicam o desempenho da atividade em cada uma das áreas de negócio, como fiz na secção anterior.

### 6.1 Desempenho da Cimpor em Portugal

Indicadores de Atividade	Unidade	2012	2013	2014	2015	2016
Capacidade Instalada (total)	10 <sup>3</sup> ton	9100	9100	9100	9100	9100
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	3435	4053	4371	4427	2990
Quota de Mercado	%	54,9	55,0	n.d.	n.d.	n.d.
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	310,6	283,5	301,3	318,0	260,0
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	235,9	252,9	268,5	286,8	222,9
<b>EBITDA</b>	<b>10<sup>6</sup> €</b>	<b>74,7</b>	<b>30,6</b>	<b>32,8</b>	<b>31,2</b>	<b>37,1</b>
Margem EBITDA	%	24,1	10,8	10,9	9,8	14,3
Número de Trabalhadores	Número	1090	868	863	849	n.d.
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	18,3	3,3	6,4	n.d.	n.d.

**Tabela 8:** Principais indicadores de atividade da Cimpor em Portugal entre 2012 e 2016.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Como já foi mencionado, a estratégia da administração da Cimpor era já em 2011 de maior foco e investimento em mercados emergentes e de menor investimento nas economias mais desenvolvidas onde a Cimpor está presente – área de negócio em Portugal e também em Espanha antes da OPA realizada. A nova administração da Cimpor deu seguimento a essa estratégia, estando a área de negócio em Portugal a perder peso no seu contributo para o seu EBITDA. O nível de investimento realizado sofreu um decréscimo acentuado, sendo uma área de negócios agora ainda mais vocacionada para as exportações em detrimento do mercado interno. Em 5 anos, o volume de negócios registou uma média ligeiramente inferior a 300 milhões de euros e a margem EBITDA decresceu dez pontos percentuais nesse mesmo intervalo de tempo. Embora em 2016 se tenha registado um ligeiro aumento no EBITDA, os valores continuam longe do verificado no período pré-venda da empresa. O número de trabalhadores também diminuiu, acompanhando a tendência de investimentos decrescente, algo que já se verificava no período que antecedeu a venda da empresa.

## 6.2 Desempenho da Cimpor no Brasil

Indicadores de Atividade	Unidade	2012	2013	2014	2015	2016
Capacidade Instalada (total)	10 <sup>3</sup> ton	14000	17900	17900	18300	18300
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	5881	12533	12601	10528	8514
Quota de Mercado	%	8,6	20	20	18	18
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	690,8	1238,7	1168,4	814,0	525,0
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	465,2	822,2	846,2	640,2	465,3
<b>EBITDA</b>	<b>10<sup>6</sup> €</b>	<b>225,6</b>	<b>416,5</b>	<b>322,2</b>	<b>173,8</b>	<b>59,7</b>
Margem EBITDA	%	32,7	33,6	27,6	21,4	11,4
Número de Trabalhadores	Número	3626	3055	3020	n.d.	n.d.
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	89,6	224,5	127,9	n.d.	n.d.

**Tabela 9:** Principais indicadores de atividade da Cimpor no Brasil entre 2012 e 2016.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Com a integração das áreas de negócio da InterCement do Brasil no quadro da Cimpor, a empresa apresentou um crescimento no seu volume de negócios acentuado e consequentemente um aumento no EBITDA gerado. No entanto, dois anos após a sua venda e sendo já visível a deterioração do mercado brasileiro, a Cimpor viu o seu volume de negócios diminuir drasticamente em apenas dois anos, tendo em 2016 o valor mais baixo desde os últimos 7 anos. Tal facto justifica-se pela decisão da empresa em suspender a produção em algumas fábricas a partir de 2015, de modo a ajustar a oferta à diminuição da procura, com o objetivo de reduzir custos. No entanto, a descida do volume de negócios foi superior à descida verificada nos custos operacionais, pelo que a margem EBITDA também atingiu um mínimo histórico, situando-se nos 11,4%. Os investimentos realizados após a venda da empresa e integração dos novos ativos no seu perfil, de modo a aumentar a capacidade instalada, acabaram por não ter o efeito desejado devido à diminuição da procura de cimento, provocada não só pelo aumento da oferta, mas também pela instabilidade social e política vivida no Brasil nos últimos anos. Destacam-se os investimentos no ano de 2013, registando uma subida superior a 100% face ao período homólogo, correspondendo maioritariamente à introdução de novas linhas de produção e à aquisição e requalificação de uma nova fábrica de produção de cimento. Os investimentos na indústria cimenteira caracterizam-se por não poderem ser implementados no curto prazo, na medida em que para se aumentar a capacidade de produção, é necessário um período de espera médio de cerca de 3 anos até que a nova unidade de produção esteja operacional. Por essa razão, é possível observar-se um aumento da capacidade de produção em 2013 e depois em 2015, fruto de investimentos realizados em anos anteriores que antecipavam um aumento da procura, embora a partir de 2014 se tenha verificado o inverso.

A economia brasileira, após 2013, apresentou uma taxa de crescimento real do PIB de apenas 0,5% em 2014 e entrou em recessão em 2015 com uma taxa de crescimento real negativa de 3,8%. Fruto da diminuição do investimento público e consumo privado, o setor da construção brasileiro também sofreu grandes quebras no seu desempenho, pelo que isso demonstra bem a descida do volume de negócios da Cimpor neste mercado.

### 6.3 Desempenho da Cimpor em África

Indicadores de Atividade	Unidade	2012	2013	2014	2015	2016
Capacidade Instalada (total)	10 <sup>3</sup> ton	7000	10100	10700	10500	10500
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	5361	5776	6783	6407	6267
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	446,4	447,9	521,9	509,3	412,0
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	308,7	328,9	373,5	399,1	326,2
<b>EBITDA</b>	10 <sup>6</sup> €	<b>137,7</b>	<b>119,0</b>	<b>148,4</b>	<b>110,2</b>	<b>85,8</b>
Margem EBITDA	%	30,8	26,6	28,4	21,6	20,8
Número de Trabalhadores	Número	1517	1580	1493	n.d.	n.d.
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	50,2	46	21,5	52	n.d.

**Tabela 10:** Principais indicadores de atividade da Cimpor no Egito, Moçambique e África do Sul entre 2012 e 2016.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Nos primeiros anos após a realização da OPA, o volume de negócios nas principais unidades de negócio africanas apresentou um aumento significativo, verificando-se uma subida de cerca de 17% em dois anos. Apesar dessa subida, os custos operacionais subiram em maior escala, registando-se uma diminuição da margem EBITDA. As áreas de negócio de Moçambique e Egito são as que mais volume de negócios apresentam e são aquelas que maior investimento é afeto de todas as áreas de negócio africanas. Os investimentos na área de negócio da África do Sul resumiram-se apenas à manutenção das operações existentes, enquanto no Egito e em Moçambique foram destinados ao aumento da capacidade de produção, com a introdução e requalificação de linhas de produção no Egito e a introdução de um novo moinho de cimento em Moçambique, entre 2012 e 2013. No Egito, a forte aposta no coprocessamento, de modo a reduzir os custos operacionais, foi também uma prioridade e, embora a economia do Egito viva períodos conturbados já desde as revoluções das primaveras árabes em 2011 e em 2016 ter sido oficializado o pedido de ajuda externa ao FMI, continua a ser um dos mercados mais lucrativos para a Cimpor. O montante de investimentos realizados nestas economias está longe dos níveis registados nas economias sul-americanas e em especial no Brasil, apesar de existir uma forte aposta no aumento da capacidade produtiva no Egito e Moçambique, de modo a poder aproveitar



o crescimento da procura. O volume de negócios apresenta um aumento significativo até 2015 e em relação ao período que antecedeu a OPA, também se encontra mais elevado. No entanto, devido aos elevados custos operacionais e à evolução desfavorável do preço de venda do cimento fruto do aumento da concorrência, o EBITDA esteve sempre longe dos níveis registados nesse mesmo período.

#### 6.4 Desempenho da Cimpor na Argentina e no Paraguai

Indicadores de Atividade	Unidade	2013	2014	2015	2016
Capacidade Instalada (total)	10 <sup>3</sup> ton	8900	9200	9500	9500
Vendas de Cimento e Clínquer	10 <sup>3</sup> ton	6664	6600	6970	6357
Volume de Negócios	10 <sup>6</sup> €	651,5	601,3	816,8	645,0
Custos Operacionais	10 <sup>6</sup> €	526,3	473,3	615,9	481,7
<b>EBITDA</b>	<b>10<sup>6</sup> €</b>	<b>125,2</b>	<b>128,0</b>	<b>200,9</b>	<b>163,3</b>
Margem EBITDA	%	19,2	21,3	24,6	25,3
Número de Trabalhadores	Número	3048	3075	n.d.	n.d.
Investimento Líquido Operacional	10 <sup>6</sup> €	72,4	46,8	n.d.	n.d.

**Tabela 11:** Principais indicadores de atividade da Cimpor na Argentina e Paraguai entre 2013 e 2016.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

A área de negócio da Argentina e Paraguai foram integradas no portfólio da Cimpor no final de 2012, fruto da permuta de ativos realizada entre a InterCement e Cimpor. O grande destaque destas áreas de negócio vai para a margem EBITDA que apresenta um crescimento contínuo, subindo cerca de 6 pontos percentuais em três anos. Embora o volume de negócios tenha oscilado e não apresente um ritmo de crescimento certo, os custos operacionais ajustaram-se sempre a essas variações e evoluíram sempre a um ritmo inferior. Tal facto deve-se aos investimentos realizados nestas áreas de negócio, não só no aumento da capacidade de produção, como também na compra de equipamentos para coprocessamento, permitindo uma maior eficiência energética e uma maior contenção de custos. O contributo do setor da construção para a economia argentina tem vindo a ganhar peso nos últimos anos, na medida em que o investimento

público tem aumentado e em 2015, em período pré-eleitoral, o consumo de cimento aumentou em maior grau e a Cimpor registou um record de vendas de cimento nesse ano. Pela primeira vez desde os últimos anos que antecederam a OPA, a área de negócio do Brasil deixa de ser a que mais contributo dá ao EBITDA total da Cimpor, sendo a área de negócio da Argentina e Paraguai a nova líder. Os investimentos líquidos operacionais também foram elevados, sendo a segunda área de negócio que mais investimento obteve. Este facto entra em linha de conta com a estratégia definida pela administração da Cimpor em apostar em economias emergentes sul-americanas.

## 6.5 Desempenho Global da Cimpor

<b>Demonstração de Resultados (M €)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Volume de Negócios	2624,5	2603,7	2492,7	1842,8
Custos Operacionais Líquidos	1932,7	1958,1	1967	1490,2
<b>EBITDA</b>	<b>691,8</b>	<b>645,6</b>	<b>525,7</b>	<b>352,6</b>
Margem EBITDA	26,4%	24,8%	21,1%	19,1%
Amortizações e Provisões	204,7	196,9	212,4	781,5
<b>EBIT</b>	<b>487,1</b>	<b>448,7</b>	<b>313,3</b>	<b>-428,9</b>
Resultados Financeiros	-406,9	-371,4	-406,1	-370,7
<b>Resultados Antes de Impostos</b>	<b>80,2</b>	<b>77,3</b>	<b>-92,8</b>	<b>-799,6</b>
Impostos Sobre o Rendimento	95,5	47,8	-12,4	-13,6
<b>Resultado Líquido</b>	<b>-15,3</b>	<b>29,5</b>	<b>-80,4</b>	<b>-786,0</b>

**Tabela 12:** Demonstração de Resultados da Cimpor entre 2013 e 2016, em milhões de euros.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Em termos operacionais, a Cimpor, nos primeiros dois anos após a OPA realizada, apresentou melhorias nos resultados gerados, fruto do reforço da presença no mercado brasileiro que se encontrava em claro crescimento e ainda da integração dos ativos no seu portfólio dos mercados argentino e paraguaio. Apesar da margem EBITDA até esse período ter apresentado uma queda média de um ponto percentual por ano desde 2009, o volume de negócios apresentava-se bastante elevado, acima dos 2,5

mil milhões de euros. No entanto, mesmo com um volume de negócios muito elevado, os resultados líquidos ficaram sempre muito aquém do registado no período que antecedeu a OPA. O principal fator explicativo para tal facto assenta na evolução desfavorável dos resultados financeiros, que apresentavam no final de 2011 um valor negativo de 81 milhões de euros e no final de 2013 um valor negativo de cerca de 407 milhões de euros. Este decréscimo significativo dos resultados financeiros, explicam-se não só pela desvalorização cambial do real face ao euro e dólar, mas sobretudo pelo novo perfil da dívida da Cimpor. Após a OPA e embora a Cimpor tenha abdicado de 21,21% de toda a sua dívida consolidada, fruto dos ativos descontinuados, com a integração dos novos ativos ficou com um valor adicional de cerca de 2 mil milhões de euros na sua dívida financeira líquida. Na secção seguinte falarei da dívida com maior pormenor. Embora 2014 já tenha sido um ano de estagnação em termos operacionais, foi a partir de 2015 que se começou a registar a maior tendência de queda em termos de volume de negócios e consequentemente do EBITDA. Em 2016 os resultados operacionais foram inclusive negativos, pela primeira vez, fruto da evolução desfavorável do valor das amortizações e provisões. Essa subida abrupta do seu valor deveu-se essencialmente às perdas por imparidades registadas e afetas integralmente à correspondente *goodwill*, no valor de aproximadamente 650 milhões de euros. Essas perdas foram registadas na área de negócio do Brasil, resultado da deterioração do cenário económico e político do país, da contração do mercado de cimento e ainda à desvalorização do real face ao euro e dólar.

A OPA e a maior aposta no mercado brasileiro não tiveram os resultados pretendidos e os resultados líquidos da Cimpor demonstram bem esse facto. Como afirma Mueller (2003), não há evidência de que as fusões e aquisições melhorem o desempenho das empresas envolvidas na operação, pelo que para este autor e muitos outros com estudos semelhantes, este desfecho não é surpreendente.

## Capítulo 7. Gestão da Dívida Financeira

As empresas que integram a indústria cimenteira necessitam de realizar investimentos muito avultados, fruto da natureza da sua atividade. Os projetos de investimento, para além de requererem um montante de capital significativo, também demoram alguns anos até que sejam implementados e comecem a dar retorno às empresas. Devido a estes factos, é bastante comum que estas empresas recorram a capital alheio para financiar a sua atividade e projetos de investimento. Seja através do mercado de capitais ou bancário, é do interesse das empresas financiarem a sua atividade ao menor custo possível, independentemente do instrumento financeiro utilizado.

A Cimpor utiliza maioritariamente três instrumentos financeiros para financiar a sua atividade. São eles os empréstimos bancários, a emissão de obrigações para um conjunto de investidores restritos, em dólares americanos – *US Private Placement* – e a emissão de *Eurobonds*, embora as fontes de dívida da Cimpor correspondam maioritariamente a empréstimos bancários. Faz parte da política de financiamento da Cimpor apresentar uma liquidez que permita cumprir com os compromissos financeiros de curto prazo – poder liquidar os empréstimos e obrigações que têm maturidades com prazo igual ou inferior a três anos.

Nesta secção irei analisar alguns dos principais rácios financeiros e de endividamento da Cimpor e compará-los com a média do setor. A amostra que utilizei para calcular os valores médios dos rácios para o setor diz respeito a oito empresas com capacidades produtivas relativamente semelhantes à Cimpor – dados de 2013 da “Global Cement Directory” –, sendo elas a Buzzi Unicem de Itália, a Vicat de França, a Titan da Grécia, a Jaypee da Índia, a Siam da Tailândia, Shanshui e BBMG da China e a Votorantim do Brasil. Considero mais relevante comparar a Cimpor com empresas, não só do mesmo setor, mas ao mesmo tempo que apresentem uma dimensão semelhante, de modo a poder tirar conclusões mais fidedignas sobre o desempenho desta empresa.

## 7.1 Dívida Financeira Líquida

A dívida financeira líquida corresponde ao montante da dívida total registado no final de cada ano, deduzido da liquidez que a empresa apresente no mesmo período.

(Valores em M€)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Dívida Financeira Líquida</b>	1699	1561	1623	3183	3434	3439	3073	3381

**Tabela 13:** Valor da dívida financeira líquida da Cimpor entre 2009 e 2016, em milhões de euros.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Como podemos ver na tabela acima, o montante da dívida financeira líquida aumentou significativamente em 2012, fruto da integração dos novos ativos no portfólio da Cimpor acordado na OPA realizada. Após o portfólio da Cimpor ter todos os seus novos ativos integrados e embora a Cimpor tenha ficado sem o encargo de 21,21% da sua dívida consolidada relativos aos ativos descontinuados, foram adicionados cerca de 2034 milhões de euros da dívida associada aos novos ativos integrados. No final de 2012, a dívida financeira líquida situava-se perto dos 3200 milhões de euros, quase o dobro da dívida registada apenas dois anos antes.

No entanto, é importante calcular o rácio de endividamento adotado pela Cimpor como forma de analisar a evolução do endividamento da empresa. Tal rácio consiste na divisão da dívida financeira líquida pelo EBITDA gerado pela empresa. Por norma, o valor deste indicador deverá situar-se entre 2 e 3, de modo a indicar um nível de endividamento sustentável. Valores superiores a esse intervalo já começam a indicar um nível de endividamento elevado, podendo a longo prazo pôr em causa a atividade da empresa.

(Valores em M€)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida Financeira Líquida	1699	1562	1623	3183	3434	3439	3073	3381
EBITDA	606	630	616	449,7	691,8	645,6	525,7	352,6
<b>Rácio de Endividamento</b>	<b>2,80</b>	<b>2,48</b>	<b>2,63</b>	<b>7,08</b>	<b>4,96</b>	<b>5,33</b>	<b>5,85</b>	<b>9,59</b>

**Tabela 14:** Rácio de Endividamento (Dívida Financeira Líquida/EBITDA) da Cimpor entre 2009 e 2016.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

No ano de 2012 não foram contabilizados os contributos para o EBITDA dos novos ativos da Cimpor, na medida em que apenas no final do ano foram integrados no seu perfil. Por essa razão, não se devem considerar os valores de 2012.

Embora após a OPA, já com o novo perfil da Cimpor totalmente operacional, se tenha registado um aumento do EBITDA nos primeiros dois anos em relação ao período anterior a 2012, o montante da dívida aumentou em maior grau, justificando o elevado rácio de endividamento registado a partir de 2013 – quase o dobro quando comparado com os valores anteriores a 2012. Apesar do montante da dívida em 2015 ter diminuído significativamente, a quebra da atividade operacional da Cimpor não permitiu que o rácio de endividamento descesse e a situação agravou-se ainda mais em 2016. A Cimpor apresenta indicadores de atividade bastante aquém daqueles registados antes da OPA realizada e um montante de dívida muito elevado, que levará a um controlo de custos bastante mais rigoroso, com investimentos limitados.

Dívida Financeira Líquida / EBITDA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Cimpor</b>	2,80	2,48	2,63	7,08	4,96	5,33	5,85	9,59
<b>Média do Setor</b>	2,57	2,53	2,66	3,04	2,81	2,73	2,77	2,71

**Tabela 15:** Rácio de endividamento da Cimpor e da média registada no setor.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.

Quando comparado com a média do setor, observamos que até à OPA ter sido concretizada, a Cimpor apresentava um rácio de endividamento em conformidade com a média do setor. No entanto, no período que procedeu à sua venda, esse rácio subiu substancialmente, apresentando um valor aproximadamente quatro vezes superior à média registada no setor em 2016.

## 7.2 Custo dos Financiamentos Obtidos

Como já foi dito, a Cimpor recorre ao mercado de capitais e ao mercado bancário de modo a financiar a sua atividade, com o mercado bancário a assumir maior

relevância. De modo a calcular o custo de financiamento que a Cimpor suporta, divide-se o montante dos pagamentos respeitantes a juros e custos similares presente na demonstração de fluxos de caixa, pelo montante dos empréstimos presentes no passivo corrente e não corrente do balanço.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Custo Financiamentos Obtidos</b>	4,4%	4,0%	6,8%	4,6%	5,5%	5,8%	6,4%	6,3%

**Tabela 16:** Custo do financiamento da atividade da Cimpor entre 2009 e 2016.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

Os custos de financiamento obtidos em 2011 registaram o seu valor mais elevado no intervalo temporal em análise, na medida em que nesse ano, coincidindo com a crise da dívida soberana das economias do sul da Europa, os custos de financiamento – as taxas de juro – apresentavam-se bastante elevados, e nesse ano, cerca de 40% da dívida acumulada da Cimpor tinha fonte em Espanha (36%) e Portugal (4%). A partir de 2012, com a intenção de diminuir a dependência dos mercados de financiamento europeus e na medida em que a área de negócio do Brasil é aquela que mais peso tem na atividade da empresa, é do interesse da Cimpor aumentar o peso de capital proveniente de entidades bancárias brasileiras na sua dívida. Em 2012, cerca de 71% da dívida total correspondia a capital oriundo de bancos brasileiros, ocorrendo uma deslocalização do financiamento junto dos bancos europeus e também uma nova compra de empréstimos obrigacionistas emitidos no mercado norte-americano – *US Private Placements*. Com esta operação, a Cimpor pôde diminuir significativamente os seus custos de financiamento a curto prazo e assim obter uma maior correlação da dívida com o atual perfil de geração de resultados da empresa.

No entanto, fruto do perfil da dívida da Cimpor, ao longo do período em análise, estar associado a uma taxa variável em mais de metade do seu valor, os custos de financiamento aumentaram gradualmente até 2016, aliados à deterioração do mercado brasileiro e maiores dificuldades de acesso ao crédito.

### 7.3 Indicadores de Estrutura de Capital

Mesmo antes de ser concretizada a OPA, os capitais alheios assumiam um maior peso no financiamento da atividade da Cimpor em comparação com os capitais próprios, embora tal facto seja comum nas empresas do mesmo setor. Em conjunto com o rácio do custo dos financiamentos obtidos pela Cimpor acima demonstrado na tabela 16, é importante analisar outros indicadores relacionados com a estrutura de capitais da empresa, de modo a demonstrar a forma como a Cimpor se financia, o grau da sua independência financeira e a sua capacidade para honrar os seus compromissos financeiros de médio e longo prazo. Para tal, irei apresentar os rácios calculados de estrutura financeira e de endividamento, da autonomia financeira e cobertura dos ativos não correntes e também os indicadores de liquidez geral e reduzida.

<b>Autonomia Financeira</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Cimpor</b>	39,0%	41,4%	39,8%	21,6%	15,3%	14,9%	5,5%	-8,2%
<b>Média do Setor</b>	39,8%	39,1%	38,5%	38,2%	45,4%	47,5%	40,5%	39,7%

**Tabela 17:** Rácio de autonomia financeira da Cimpor e da média registada no setor.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.

A autonomia financeira calcula-se dividindo o valor do capital próprio pelo valor do ativo total, e o seu resultado demonstra qual a percentagem do ativo da empresa que é financiada por capitais próprios. Confirma-se pela tabela que antes da venda da Cimpor, a empresa apresentava uma autonomia financeira em conformidade com a média do setor. No entanto, é notório o aumento significativo e constante do peso dos capitais alheios no financiamento da atividade da Cimpor. Em 2015, apenas 5,5% do ativo total da empresa era financiado por capitais próprios. Em 2016 apresenta um valor negativo devido ao facto do capital próprio da Cimpor em nesse ano ter sido negativo, motivado pela forte queda do resultado líquido – aproximadamente 787,6 milhões de euros negativos. Com este resultado líquido do exercício, o capital atribuível a acionistas situou-se nos 445,5 milhões de euros negativos, tendo a administração da Cimpor proposto um aumento do capital social da empresa de modo a regularizar esta



situação, tendo o mesmo sido aprovado em assembleia geral no dia 5 de abril de 2017 – o capital social poderá ser aumentado até aos 2 mil milhões de euros. Inicia-se deste modo uma maior aposta nos capitais próprios para financiar a atividade da Cimpor, de modo a reduzir o peso dos capitais alheios e diminuir o risco de falência da empresa, embora tal estratégia apenas tenha sido levada a cabo após o fraco desempenho de 2016 sem precedentes.

<b>Cobertura dos Ativos não Correntes</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Cimpor</b>	1,10	1,03	1,11	1,08	1,16	1,15	1,15	0,89
<b>Média do Setor</b>	1,16	1,13	1,12	1,10	1,15	1,13	1,13	1,06

**Tabela 18:** Rácio da cobertura dos ativos não correntes da Cimpor e média registada no setor.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.

O indicador da cobertura dos ativos não correntes, também conhecido como a regra do equilíbrio financeiro mínimo, demonstra em que medida os investimentos são financiados por capitais estáveis, isto é, por capitais próprios e passivo não corrente. Este indicador é calculado dividindo a soma dos capitais estáveis pelo valor do ativo não corrente. De modo a ser cumprida a regra do equilíbrio financeiro mínimo, o valor do indicador deverá ser igual ou superior a um, significando assim que a empresa apresenta capacidade para honrar os seus compromissos financeiros, na medida em que está a financiar investimentos de médio e longo prazo com capitais de médio e longo prazo, havendo uma coordenação temporal entre os capitais disponíveis e as dívidas a saldar. Apesar do grande aumento do montante da dívida financeira líquida na Cimpor verificada após a integração dos novos ativos no seu portfólio, a empresa apresentou, no período em análise, uma capacidade de honrar os seus compromissos financeiros, valores também em conformidade com a média registada no setor. A única exceção diz respeito ao ano de 2016, ano em que a empresa obteve resultados bastante negativos, apresentando um fraco desempenho operacional e financeiro.

<b>Liquidez Geral</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Cimpor</b>	1,45	1,09	1,44	1,41	2,13	2,01	1,83	0,75
<b>Média do Setor</b>	1,63	1,59	1,43	1,40	1,54	1,56	1,40	1,49

**Tabela 19:** Rácio da liquidez geral da Cimpor e média registada no setor.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.

O rácio de liquidez geral calcula-se dividindo o valor do ativo corrente pelo passivo corrente e espelha em que medida as obrigações de curto prazo estão cobertas por ativos que poderão ser convertidos em meios financeiros líquidos, até ao período de saldar essas mesmas obrigações. Um valor inferior a 1 neste rácio poderá indicar que a empresa apresenta problemas de liquidez a curto prazo. No entanto, na medida em que nem todos os ativos podem ser convertidos em dinheiro no mesmo prazo, as obrigações de curto prazo poderão não estar garantidas com um rácio superior a 1. Por esta razão, calcula-se o rácio de liquidez reduzida, cuja principal diferença é retirar ao ativo corrente os inventários, que, por norma, são os ativos que mais demoram a ser convertidos em dinheiro.

<b>Liquidez Reduzida</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Cimpor</b>	1,08	0,82	1,08	1,02	1,48	1,39	1,32	0,51
<b>Média do Setor</b>	1,26	1,16	1,04	0,97	1,04	1,02	0,95	1,05

**Tabela 20:** Rácio de liquidez reduzida da Cimpor e média registada no setor.

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor, Buzzi Unicem, Vicat, Titan, Jaypee, Siam, Shanshui, BBMG e Votorantim.

Podemos observar em ambas as tabelas que a Cimpor ao longo dos anos apresentou um rácio de liquidez em conformidade com a média registada no setor. Até à OPA realizada, os valores situavam-se um pouco abaixo da média e nos anos seguintes, os valores registaram uma subida, tanto ao nível da empresa como à média do setor. A exceção diz respeito ao ano de 2016, como já vimos, devido ao mau desempenho operacional e financeiro.

## **Capítulo 8. Principais Riscos de Negócio**

A Cimpor, desde antes da sua venda, estava ciente dos diversos riscos que a empresa estava sujeita no desempenho da sua atividade. Como outra qualquer fusão ou aquisição, são vários os fatores exógenos, mas também endógenos, que podem pôr em causa a rentabilidade das operações da Cimpor nos diversos mercados onde está inserida. Ao todo, a Cimpor enuncia um total de 20 riscos de negócio diferentes a que a empresa está sujeita. Nesta secção irei enumerar os principais riscos a que a Cimpor se encontra sujeita, retirados do relatório e contas da empresa, e analisar quais aqueles que podem ser mais explicativos do fraco desempenho da Cimpor no seguimento da sua venda. Todos estes riscos necessitam de ser tidos em conta antes de se avançar com o processo de fusão ou aquisição, como enfatizam Weston e Weaver (2001) e também Nachescu (2011), na medida em que qualquer subvalorização dos riscos ou sobrevalorização das potencialidades de uma fusão ou aquisição poderá provocar o insucesso dessa operação.

### **8.1 Risco de Negócio e Mercados Emergentes**

Uma descida contínua da atividade da construção a nível dos mercados onde a Cimpor está inserida ou a nível global pode ter um efeito negativo no desempenho da empresa. O negócio da Cimpor é influenciado, inevitavelmente, por fatores como a taxa de crescimento do PIB, o aumento ou diminuição dos investimentos em infraestruturas, espaços comerciais e escritórios e também as necessidades habitacionais têm um peso significativo no negócio. Uma desaceleração económica pode levar a uma recessão no setor da construção e, consequentemente, na produção de cimento – produto principal da Cimpor e o núcleo do seu negócio.

A Cimpor, já antes da sua venda em 2012, atuava em diversos países com economias emergentes. Para além dos riscos políticos de nacionalização e expropriação de ativos, juntam-se os riscos de volatilidade do PIB, inflação, taxas de juro e taxas de câmbio. A probabilidade de ocorrência destes riscos é significativamente maior quando comparado com economias mais desenvolvidas, na medida em que as economias mais

desenvolvidas tendem a apresentar uma maior estabilidade social e política. Desde o final de 2012, a Cimpor opera apenas em uma economia desenvolvida – Portugal.

Após a venda da Cimpor, a presença e reforço das atividades no Brasil tornou-se cada vez mais significativo. A maioria dos investimentos operacionais e o maior foco da empresa era o mercado brasileiro, pois era aquele que apresentava melhores indícios de crescimento e rentabilidade a curto e médio prazo. No entanto, a economia brasileira sofreu uma desaceleração económica, apresentando uma taxa de crescimento real anual do PIB média negativa de 0,3% entre 2013 e 2015, penalizando por acréscimo o setor da construção. A produção de cimento diminuiu, acompanhando o decréscimo da procura de cimento, fruto da diminuição do investimento público em infraestruturas e diminuição das necessidades habitacionais no país. Os investimentos operacionais efetuados pela Cimpor no Brasil, maioritariamente no aumento da capacidade de produção de cimento e clínquer, acabaram por não dar os resultados pretendidos, na medida em que a procura não acompanhou o aumento da oferta, deixando a empresa com elevados custos operacionais e de investimento, sem receitas suficientes para cobrir esses custos. Este foi um dos principais fatores que explicam o fraco desempenho da Cimpor nos anos que se seguiram após a sua venda.

## **8.2 Risco de Concorrência**

A presença de mais empresas produtoras de cimento e outros materiais utilizados na construção, torna a Cimpor naturalmente sujeita a ter em consideração a sua concorrência na definição das suas metas e da sua estratégia. Com mais concorrentes no mercado, a eficiência nas operações torna-se ainda mais importante, pelo que a Cimpor terá, naturalmente, de procurar reduzir os seus custos, de modo a poder enfrentar possíveis descidas do preço de venda dos seus produtos, sem diminuir as suas margens de lucro. No entanto, o aumento da concorrência pode não se traduzir num aumento de empresas no mercado, mas também num aumento da atividade e expansão das empresas concorrentes já existentes. O acionista maioritário da Cimpor está sediado no Brasil e a Cimpor tem maior atividade nesse mercado, pelo que será

mais relevante e significativo analisar o mercado brasileiro em detrimento dos restantes no que toca aos efeitos concorrenciais.

Preço Médio do Cimento no Brasil - por saco de 50kg	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Em reais (R\$)	15,13	17,40	18,21	18,65	19,75	20,18	20,87	22,33	22,97	22,15
Em euros (€)	5,68	6,53	6,58	7,99	8,49	8,06	7,31	7,15	6,30	5,76

**Tabela 21:** Preço médio por saco de 50kg de cimento portland no Brasil, entre 2007 e 2016, em reais e em euros.  
Fonte: CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção

O mercado brasileiro, até 2013, apresentou uma clara tendência de crescimento no que diz respeito ao volume de vendas de cimento (ver tabela 24). Excluindo o efeito cambial, o preço de venda médio do cimento no Brasil acompanhou a tendência de crescimento da procura, pelo que não se pode concluir que os efeitos concorrenciais tiveram um efeito significativo no desempenho da Cimpor.

### 8.3 Risco de Aumento dos Custos Energéticos

Uma grande porção dos custos operacionais das empresas no setor do cimento são derivados dos custos de energia elétrica. É característico nas empresas da indústria cimenteira suportarem custos elevados devido à elevada necessidade de energia elétrica na produção de cimento. O aumento do preço da eletricidade afeta os custos operacionais da empresa e por este facto a empresa tem vindo a aumentar o uso de combustíveis alternativos e também tem apostado na produção de cimentos com maior incorporação de componentes minerais, em detrimento do clínquer. Na medida em que a Cimpor detém mais atividade no Brasil, analisar a evolução das tarifas de eletricidade para a indústria no Brasil será mais relevante.

Real (R\$) por kW/h	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Preço Médio Eletricidade no Brasil	0,26	0,25	0,26	0,26	0,28	0,30	0,26	0,28	0,39	0,41

**Tabela 22:** Tarifa média para a indústria no Brasil, em reais por kilo-watt consumido por hora, entre 2007 e 2016.  
Fonte: ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

O preço médio de energia elétrica aumentou significativamente em 2015, registando uma subida de aproximadamente 0,11 reais por kilo-watt por hora, em comparação com o ano anterior. Os custos operacionais da Cimpor no Brasil diminuíram significativamente a partir de 2014, embora tal facto se deva à suspensão da produção em algumas fábricas, de modo a ajustar a oferta à diminuição registada na procura. A margem EBITDA continuou a sua tendência de queda, devido ao volume de negócios ter decrescido a um ritmo superior aos custos e podemos afirmar que o aumento dos custos energéticos contribuiu para esse registo.

## 8.4 Risco de Investimento

No que toca aos investimentos, a Cimpor deve identificar devidamente as oportunidades adequadas, acordar os preços apropriados e aceder ao financiamento necessário para que tais investimentos possam criar o valor que se pretende. A subvalorização dos custos e a sobrevalorização das possíveis sinergias são motivos que afetam negativamente a rentabilidade dos investimentos e, consequentemente, a performance da empresa. Os projetos de investimento na indústria cimenteira requerem muito tempo até serem implementados – uma média de três anos desde o início do planeamento até à sua implementação e até as fábricas estarem operacionais – e exigem montantes avultados de capital. Por essa razão, os riscos de investimento tornam-se ainda maiores, pois ajustar a oferta ao aumento da procura verificado não é possível no curto prazo e quando o projeto é implementado, a procura poderá já ter diminuído e tornado o processo desnecessário.

(Valores em M€)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Investimento Líquido Operacional</b>	164	294	178	342	204	177	n.d.

**Tabela 23:** Investimento líquido operacional da Cimpor entre 2010 e 2016, em milhões de euros.  
Fonte: Relatório e Contas da Cimpor.

A maior fatia do investimento líquido operacional, mesmo antes da concretização da OPA, era direcionada para a área de negócio do Brasil. O investimento líquido operacional no Brasil entre 2011 e 2014 ultrapassou os 500 milhões de euros,

maioritariamente direcionado na aquisição de novas fábricas e no aumento da capacidade produtiva de cimento e clínquer. Os investimentos aumentaram significativamente no ano de 2013, após a aquisição da Cimpor por parte da Camargo Corrêa, com o objetivo de aproveitar as sinergias e de acompanhar a tendência de crescimento tanto do setor da construção, como da economia brasileira em geral.

Em milhões de toneladas	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Consumo de Cimento no Brasil</b>	44,98	51,49	51,89	60,01	64,97	69,32	70,97	71,70	65,32	48,60

**Tabela 24:** Consumo total de cimento portland no Brasil, entre 2007 e 2016, em milhões de toneladas.

Fonte: CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção.

O consumo de cimento no Brasil apresentou crescimento até 2014. Os investimentos realizados em 2011 na área de negócio do Brasil, por parte da Cimpor, de modo a aumentar a capacidade produtiva de cimento e clínquer acabaram por ter o efeito desejado, na medida em que a procura registou um aumento gradual nos três anos seguintes à realização do investimento. No entanto, aliado à volatilidade comum registada em economias emergentes, a deterioração do mercado brasileiro fez com que os investimentos realizados no ano de 2013 não tivessem os resultados esperados, na medida em que a procura não acompanhou o aumento da oferta, registando-se uma queda do consumo de cimento em 2015 e uma queda abrupta em 2016.

## 8.5 Risco Cambial

Com a exposição a mercados emergentes, a Cimpor enfrenta riscos cambiais decorrentes das várias divisas, na medida em que as variações nas taxas de câmbio exercem uma influência significativa nos resultados e situação financeira da empresa. Uma desvalorização de qualquer moeda face ao euro, de um mercado onde a Cimpor opera, irá afetar negativamente os resultados da empresa, nomeadamente ao nível do valor do capital próprio. A Cimpor opera em 9 países diferentes, cada um com uma moeda diferente. Das 40 unidades de produção de cimento – 23 fábricas integradas e 17 centrais de moagem – que a Cimpor detém desde 2013, 16 delas estão situadas no

Brasil, sendo o mercado onde a Cimpor mais atividade desempenha. Por este motivo e também devido ao facto de as restantes moedas não terem sofrido mudanças tão significativas no seu valor face ao euro, a análise da evolução do real face ao euro é a mais relevante.

Real (R\$)/Euro (€)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Taxa de Câmbio Média</b>	0,38	0,38	0,36	0,43	0,43	0,40	0,35	0,32	0,27	0,26

**Tabela 25:** Taxa de câmbio média anual do real para euro, entre 2007 e 2016.

Fonte: X-Rates – Exchange Rates

Entre 2007 e 2011, a taxa de câmbio média anual do real face ao euro aumentou cerca de 14%. Em média, um real equivalia a 0,38 euros em 2007 e em 2011 valia cerca de 0,43 euros. Após 2011 e numa altura em que a Cimpor começou a investir fortemente no mercado brasileiro, o real inverteu a sua tendência de crescimento de valor, apresentando uma descida contínua até 2016, sofrendo uma perda de valor médio face ao euro na ordem dos 9,5% por ano. Em 2016, o valor do real situava-se, em média, nos 0,26 euros. Em 10 anos, nunca o real tinha atingido um valor médio tão baixo como apresentou em 2015 e 2016.

Este contexto de depreciação do real provocou uma redução do nível de investimento e influenciou negativamente o valor de volume de negócios. Em 2015, o volume de negócios da Cimpor, em termos globais, registou uma quebra de 4,3% face ao período homólogo do ano anterior. No entanto, excluindo os efeitos cambiais, o volume negócio teria ascendido em 0,4%, pelo que meramente por efeitos de alterações cambiais, a Cimpor perdeu em termos operacionais cerca de 121 milhões de euros. Em 2016, a Cimpor registou uma descida significativa no seu volume de negócio, apresentando uma queda de 26,1%. Essa descida seria substancialmente mais baixa – cerca de 9,6% – se não fossem considerados os efeitos cambiais negativos, traduzindo-se numa perda de cerca de 413 milhões de euros.



## 8.6 Risco de Financiamento e de *Rating* da Cimpor

Os custos de financiamento tendem a aumentar substancialmente quando o setor bancário está sujeito a condições adversas, limitando a capacidade das empresas a acederem aos fundos necessários. Dificuldades em contrair empréstimos junto de entidades bancárias ou mercado de capitais poderá provocar um aumento dos custos desses mesmos empréstimos e consequentemente afetar os resultados e situação financeira da Cimpor negativamente. Os custos de financiamento podem ainda aumentar devido ao *rating* atribuído por parte das agências de *rating*. A estabilidade financeira refletida nos resultados operacionais e bons *ratings* de crédito atribuídas por agências de crédito internacionalmente reconhecidas podem ditar a capacidade da Cimpor competir com sucesso, ou não, no mercado de financiamento.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Rating</i> Atribuído	BBB-	BBB-	BBB-	BB	BB	BB	BB-	BB-
<i>Outlook</i>	Estável	Positivo	Positivo	Estável	Positivo	Positivo	Negativo	Negativo

**Tabela 26:** *Rating* e respetivo *Outlook* atribuído pela Standard and Poor's à Cimpor entre 2009 e 2016

Fonte: Relatório e Contas da Cimpor

Desde 2009, que o *rating* da Cimpor tem sofrido algumas alterações, com uma tendência de descida nos últimos anos, aliada ao aumento da dívida líquida financeira. A agência de *rating* que avalia a Cimpor e atribui a classificação do *rating* é a Standard and Poor's.

Entre 2009 e 2011, a Cimpor apresentava um *rating* de BBB-, com um *outlook* positivo, a partir de 2010, resultado do aumento considerável da liquidez. A partir de 2012, o *rating* baixou para BB, devido ao acréscimo da dívida líquida financeira fruto da permuta de ativos ocorrida nos termos da OPA, com o *outlook* também a baixar de positivo para estável. Em 2013, o *outlook* subiu para positivo, devido ao bom desempenho operacional da empresa que melhorou a liquidez da empresa, apresentando mais garantias ao mercado da sua capacidade em cumprir os compromissos financeiros de curto prazo. No entanto, em 2015, o *rating* baixou para BB- com um *outlook* negativo que se manteve até 2016. Tal facto prende-se com o desempenho operacional

da empresa, que ficou muito aquém do previsto e não permitiu que esta apresentasse uma liquidez em conformidade com o montante necessário para cumprir os compromissos financeiros de curto prazo e também devido à incapacidade da Cimpor em reduzir o elevado montante da dívida financeira líquida.

Após a OPA realizada, a Cimpor viu o seu *rating* diminuir de BBB- para BB e posteriormente em 2015 de BB para BB-. No entanto, nesse período, os custos de financiamento nunca atingiram o valor registado em 2011 de cerca de 6,8%, como podemos ver na tabela 16 acima. Embora se tenha registado um aumento dos custos de financiamento desde 2012, não se pode concluir que a diminuição do *rating* tenha sido responsável por esse facto e, consequentemente, não será pela evolução desfavorável do *rating* que a Cimpor apresentou um desempenho aquém do esperado.

## Conclusão

É notório que desde 2013, o desempenho da Cimpor tem vindo a deteriorar-se, tanto a nível financeiro, como operacional. Após a OPA ter sido aceite e a Camargo Corrêa passar a deter 94,81% do capital social da Cimpor, o desempenho da empresa ficou aquém daquele verificado antes da sua venda. A estratégia da nova administração em apostar mais em economias emergentes sul-americanas, nomeadamente no Brasil, acabou por não ter os efeitos desejados. Vários fatores macroeconómicos causaram este desfecho e não podem ser ignorados, como a deterioração do mercado brasileiro, a desvalorização do real face ao euro, o aumento dos custos energéticos e o aumento da concorrência. Todos estes fatores influenciaram o desempenho da Cimpor após a sua venda. No entanto, a nova estrutura de capital da Cimpor após a sua venda, apostando cada vez mais em capitais alheios para financiar a sua atividade, fez com que a empresa apresentasse uma diminuição substancial dos seus resultados financeiros. Entre 2013 e 2016, apenas em 2014 a empresa apresentou um resultado líquido positivo – embora num valor inferior em cerca de 10 vezes quando comparado com a média registada entre 2009 e 2011. O aumento da dívida financeira líquida da empresa e o aumento gradual dos custos de financiamento desde 2013, são os principais fatores explicativos do mau desempenho da Cimpor no período que procedeu à aquisição, e a decisão de aumentar o investimento de modo significativo na área de negócio do Brasil acabou por se tornar prejudicial para os resultados da empresa.

Os resultados deste trabalho entram em linha de conta com as conclusões retiradas dos estudos de diversos autores. A aquisição da Cimpor não aumentou o valor nem melhorou a eficiência das empresas adquirente e adquirida, como afirmam Mueller (2003) e também Ravenscraft e Scherer (1987). A elevada carga de capitais alheios na estrutura de capital da empresa, aliada ao mau cenário macroeconómico que vigora desde 2013, provocaram uma diminuição da sua rentabilidade, como conclui Nawaz et al (2010). De igual forma, a diminuição gradual dos colaboradores da Cimpor, no período que sucedeu à sua aquisição, enfatiza as conclusões retiradas por Yurtoglu e Gungler (2004), que referem que a procura de trabalho por parte das empresas que se submetem a fusões ou aquisições tende a diminuir.

Com a proposta de aumento de capital da Cimpor, efetuada pela administração da Cimpor em abril de 2017 e posteriormente aprovada em Assembleia Geral, veremos em que medida este facto reverte a atual situação de fragilidade económico-financeira da Cimpor e da InterCement, subsidiária da Camargo Corrêa.

Nenhum trabalho de investigação é definitivo e este meu trabalho não foge à regra, apresentando naturalmente algumas limitações. Uma delas prende-se com o facto de não se poder tirar uma conclusão mais completa sobre os efeitos microeconómicos no (in)sucesso da aquisição da Cimpor, na ótica de criação de valor para a empresa, devido ao desfavorável cenário macroeconómico verificado. É extremamente difícil saber se a aquisição da Cimpor originaria um aumento do seu desempenho operacional e financeiro no médio prazo se o cenário macroeconómico não se tivesse degradado. Uma futura análise, a médio prazo, do desempenho da Cimpor seria interessante, de modo a poder verificar-se se a Cimpor conseguirá gerar bons resultados a médio e longo prazo, ou se, pelo contrário, se manterão os efeitos negativos verificados no curto prazo.

## Apêndices

<b>Buzzi Unicem</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	1,81	2,08	1,69	2,03	2,28	2,33	1,45	3,28
Liquidez Reduzida	1,38	1,48	1,26	1,48	1,64	1,62	1,04	2,42
Autonomia Financeira	44,8%	47,9%	47,3%	44,9%	44,4%	45,7%	46,7%	48,3%
Cobertura do Ativo não Corrente	1,17	1,16	1,16	1,20	1,20	1,18	1,10	1,25
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	2,23	3,27	2,63	2,47	2,72	2,51	2,18	1,71

**Tabela 27:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira italiana Buzzi Unicem.  
Fonte: Relatório e Contas da Buzzi Unicem.

<b>Vicat</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	1,69	2,23	2,21	1,64	1,67	1,48	1,92	1,52
Liquidez Reduzida	1,17	1,51	1,56	1,09	1,13	0,99	1,29	1,05
Autonomia Financeira	57,6%	56,0%	52,1%	51,7%	50,4%	51,5%	52,1%	52,2%
Cobertura do Ativo não Corrente	1,15	1,18	1,19	1,12	1,13	1,11	1,16	1,12
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	1,88	2,57	2,97	3,21	3,09	2,94	2,87	2,53

**Tabela 28:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira francesa Vicat.  
Fonte: Relatório e Contas da Vicat.

<b>Titan</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	0,97	1,42	1,70	1,81	1,96	2,02	1,91	1,54
Liquidez Reduzida	0,51	0,75	1,19	1,22	1,21	1,05	0,96	0,92
Autonomia Financeira	48,3%	55,5%	47,6%	50,6%	57,8%	57,9%	57,8%	55,7%
Cobertura do Ativo não Corrente	0,99	1,06	1,13	1,14	1,14	1,13	1,12	1,10
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	2,92	2,46	2,90	3,04	2,73	2,98	2,87	2,37

**Tabela 29:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira grega Titan.  
Fonte: Relatório e Contas da Titan.

<b>Jaypee</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	3,76	2,38	1,41	1,37	1,04	1,15	1,20	0,74
Liquidez Reduzida	3,52	2,18	1,25	1,19	0,90	1,03	1,20	0,74
Autonomia Financeira	18,6%	18,1%	30,2%	29,0%	28,0%	32,2%	24,0%	16,3%
Cobertura do Ativo não Corrente	1,72	1,29	1,17	1,13	1,12	1,07	1,08	0,83
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	2,61	1,98	1,96	2,73	2,78	2,49	2,79	3,12

**Tabela 30:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira indiana Jaypee.  
Fonte: Relatório e Contas da Jaypee.

<b>Siam</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	1,72	1,70	1,10	1,31	1,50	1,44	1,17	1,32
Liquidez Reduzida	1,13	1,26	0,70	0,81	0,89	0,89	0,75	0,87
Autonomia Financeira	41,6%	44,4%	43,6%	40,7%	42,4%	44,9%	47,6%	52,2%
Cobertura do Ativo não Corrente	1,17	1,27	1,04	1,11	1,15	1,13	1,06	1,10
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	2,60	1,80	2,40	3,00	2,60	2,50	2,00	1,50

**Tabela 31:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira tailandesa Siam.  
Fonte: Relatório e Contas da Siam.

<b>Shanshui</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	0,51	0,65	1,03	0,84	0,60	0,72	0,18	0,21
Liquidez Reduzida	0,51	0,65	0,79	0,60	0,44	0,51	0,12	0,14
Autonomia Financeira	35,8%	32,4%	32,6%	33,5%	44,8%	50,9%	20,0%	14,4%
Cobertura do Ativo não Corrente	0,72	0,85	1,01	0,94	0,91	0,82	0,74	0,59
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	2,59	2,78	2,67	3,47	2,97	3,27	3,92	4,54

**Tabela 32:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira chinesa Shanshui.  
Fonte: Relatório e Contas da Shanshui.

<b>BBMG Corporation</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	1,41	1,20	1,14	1,08	1,16	1,26	1,37	1,26
Liquidez Reduzida	0,73	0,44	0,44	0,34	0,43	0,44	0,54	0,58
Autonomia Financeira	42,5%	29,6%	28,2%	30,1%	30,4%	31,3%	32,3%	30,2%
Cobertura do Ativo não Corrente	1,31	1,20	1,17	1,10	1,31	1,38	1,58	1,28
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	2,65	2,97	2,74	2,91	2,98	2,74	2,84	3,47

**Tabela 33:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira chinesa BBMG.  
Fonte: Relatório e Contas da BBMG.

<b>Votorantim</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Liquidez Geral	1,18	1,10	1,19	1,12	2,15	2,04	2,05	2,04
Liquidez Reduzida	1,08	1,02	1,10	1,01	1,68	1,62	1,67	1,70
Autonomia Financeira	29,4%	28,8%	26,4%	25,5%	64,9%	65,3%	43,4%	48,8%
Cobertura do Ativo não Corrente	1,10	1,06	1,11	1,07	1,20	1,21	1,17	1,18
Dívida Financeira Líquida/EBITDA	3,12	2,38	3,00	3,46	2,60	2,40	2,70	2,41

**Tabela 34:** Principais rácios calculados para a empresa cimenteira brasileira Votorantim  
Fonte: Relatório e Contas da Votorantim

## Referências bibliográficas

Akinbuli, S. F. (2013), “The Effects of Mergers and Acquisitions on Corporate Growth and Profitability: Evidence from Nigeria”, *Global Journal of Business Research*, Vol. 7, Nº1, pp. 43-58.

Anuar, M.A. *et al.* (2014), “Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Macrothink Institute, Vol. 4, Nº2, pp. 520-533.

Bjorvatn, K. (2004), “Economic Integration and the profitability of cross-border Mergers and Acquisitions”, *European Economic Review*, Vol. 48, Nº6, pp. 1211-1226.

Bouraoui, T. e Li, T. (2014), “The Impact of Adjustment in Capital Structure in Mergers & Acquisitions on US Acquirers’ Business Performance”, *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 30, Nº1, pp. 27-42.

Dionne, G. *et al.* (2010), “Does Asymmetric Information Affect the Premium in Mergers and Acquisitions?”, *Interuniversity Research Centre on Enterprise Networks, Logistics and Transportation (CIRRELT) and Department of Finance*, Montréal.

Doytch, N. e Cakan, E. (2011), “Growth Effects of Mergers and Acquisitions: A Sector-level Study of OECD countries”, *Journal of Applied Economics and Business Research*, Vol. 1, Nº3, pp. 120-129.

Gungler, K. e Yurtoglu, B. B. (2004), “The Effects of Mergers on Company Employment in the USA and Europe”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 22, Nº4, pp. 481-502.

Harvey, S. K. (2015), “The Role of Mergers and Acquisitions in Firm Performance: A Ghanaian Case Study”, *Journal of Applied Business and Economics*, Vol. 17, Nº1, pp. 66-77.

Lang, L., Ofek, E. e Stulz, R. M. (1995), “Leverage, Investment and Firm Growth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Nº1, pp. 3-29



Modiglian, F. e Miller, M.H. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, *American Economic Association*, Vol. 48, N°3, pp. 261-297.

Motis, J. (2007), “Mergers and Acquisitions Motives”, *Working Paper Series*, no. 730, Toulouse School of Economics – EHESS and University of Crete.

Mueller, D. C. (1969), “A Theory of Conglomerate Mergers”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, N°4, pp. 643-659.

Mueller, D. C. (2003), “The Causes of Mergers: tests based on gains to acquiring firms’ shareholders and the size of premia”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 24, N°5, pp. 373-391.

Myers, S. C. (2001), “Capital Structure” *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, N°2, pp. 81-102

Nachescu, M.L. (2010), “Due Diligence in Mergers and Acquisitions – How Important it is in Times of Crises?”, *Annals of Eftimie Murgu University Resita*, N°2.

Nawaz, A. *et al.* (2015), “Impact of Financial Leverage on Firms’ Profitability: An Investigation from Cement Sector of Pakistan”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6, N°7, pp. 75-80.

Novy-Marx, R. (2012), “The Other Side of Value: The Gross Profitability Premium”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, N°1, pp. 1-28.

O’Neill, J. (2001), “Building Better Global Economic BRICs”, *Goldman Sachs Economic Research Group of London, Global Economics Papers*, N°66.

Oliveira, D. F. (2012), *Evolução e Financiamento do Setor da Construção Civil Residencial no Brasil*. Campinas. Universidade Estadual de Campinas.

Ravenscraft, D. J. e Scherer, F. M. (1987), “Life after Takeover”, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 36, N°2, pp. 147-156

Watson, J.F. e Weaver, S.C. (2001), *Mergers and Acquisitions*. Nova Iorque: McGraw-Hill.

## Webgrafia

Banco Mundial (2016), *Real GDP Growth (Brasil e Portugal)*. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/Indeco/Port/indeco.asp>. Acedido em 11.11.2016.

BBMG (2017). *Financial Reports (2009-2016)*. Disponível em <http://www.bbmng.com.cn/jyb/index.aspx?nodeid=37>. Acedido em 17.07.2017

Buzzi Unicem (2017), *Annual Reports (2009-2016)*. Disponível em <http://www.buzziunicem.it/online/en/Home/InvestorRelations/ReportsandPresentations/Annualreports.html>. Acedido em 16.07.2017

Camargo Corrêa (2016), *História*. Disponível em <http://www.camargocorrea.com.br/grupo-camargo-correa/grupo/historia/historia-1909-1949.html>. Acedido em 14.12.2016.

Camargo Corrêa (2016), *Relatório e Contas 2011*. Disponível em <http://www.camargocorrea.com.br/tag/Gestao.html>. Acedido em 15.12.2016

Câmara Brasileira da Indústria da Construção (2017), *Preço Médio Anual de Cimento*. Disponível em <http://www.cbicdados.com.br/menu/materiais-de-construcao/cimento>. Acedido em 29.04.2017.

Câmara Brasileira da Indústria da Construção (2017), *Valores dos Consumos de Cimento no Brasil entre 2007 e 2016*. Disponível em <http://www.cbicdados.com.br/menu/materiais-de-construcao/cimento>. Acedido em 21.04.2017.

Caixa Geral de Depósitos, S.A. (2010), *Acordo Parassocial Celebrado entre CGD e Votorantim*. Disponível em <https://www.cgd.pt/Institucional/Sala-de-Imprensa/2010/Pages/Comunicado-acordo-Votorantim.aspx>. Acedido em 17.12.2016.

CMVM (2012), *OPA da Intercement Austria Holding GmbH sobre a Cimpor - Cimentos de Portugal, SA*. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/DocumentosEmArquivo/OPAIntercementCimpor/Pages/default.aspx>. Acedido em 7.12.2016.

Cimpor (2017), *Relatório e Contas (2009-2016)*. Disponível em [http://www.cimpor.pt/listagem.aspx?caso=NOTICIAS&lang=pt&id\\_class=77&name=Relatorios-e-](http://www.cimpor.pt/listagem.aspx?caso=NOTICIAS&lang=pt&id_class=77&name=Relatorios-e-). Acedido em 12.01.2017.

Cimpor (2016), *História*. Disponível em [http://www.cimpor.com/cronologia.aspx?lang=pt&id\\_class=122&name=Historia](http://www.cimpor.com/cronologia.aspx?lang=pt&id_class=122&name=Historia). Acedido em 30.10.2016.

Daimler (2010), *Company History 1995-2007*. Disponível em <https://www.daimler.com/company/tradition/company-history/1995-2007.html>. Acedido em 14.11.2016.

FMI (2017), *Real GDP Growth (Economias Desenvolvidas e Economias em Desenvolvimento)*. Disponível em [http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD](http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD). Acedido em 12.02.2017

Global Cement (2013), *Top 75 Global Cement Companies*. Disponível em <http://www.globalcement.com/magazine/articles/822-top-75-globalcementcompany>. Acedido a 15.07.2017

Jaypee (2017), *Annual Reports (2009-2016)*. Disponível em <http://www.jalindia.com/annualreports.html>. Acedido em 18.07.2017

OCDE (2017), *Unemployment rate (Portugal e Brasil)*. Disponível em <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm>. Acedido em 17.01.2017

SCG – Siam (2017), *Annual Reports (2009-2016)*. Disponível em <https://scc.listedcompany.com/ar.html>. Acedido em 17.07.2017

Shanshui Cement (2017), *Annual Reports (2009-2016)*. Disponível em <http://www.shanshuicement.com/Site/Investor/report.html>. Acedido em 17.07.2017

Sonae Distribuição SGPS, S.A. (2007), *Conclusão de Aquisição pela Sonae Distribuição SGPS, S.A. da Carrefour (Portugal)*. Disponível em [https://www.sonae.pt/fotos/investimentos/20071231sonaedistrinformasobreconclusaodeaquisicaodacarrefourportugalpt\\_632543383570bd396e3def.pdf](https://www.sonae.pt/fotos/investimentos/20071231sonaedistrinformasobreconclusaodeaquisicaodacarrefourportugalpt_632543383570bd396e3def.pdf). Acedido em 14.11.2016.

Thomson Reuters (2015), *Mergers & Acquisitions Review*. Disponível em [http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015\\_Global\\_MandA\\_Legal\\_Advisory\\_Review.pdf](http://dmi.thomsonreuters.com/Content/Files/4Q2015_Global_MandA_Legal_Advisory_Review.pdf). Acedido em 31.10.2016.

Titan (2017), *Annual Reports (2009-2016)*. Disponível em <http://ir.titan.gr/en/home>. Acedido em 16.07.2017

Vicat (2017), *Annual Reports (2009-2016)*. Disponível em <http://www.vicat.com/Investors/AMF-regulated-information/Annual-reports/Annual-report>. Acedido em 17.07.2017

Votorantim (2017), *Relatório e Contas (2009-2016)*. Disponível em <http://www.votorantim.com.br/pt-br/responsabilidadeSocialCorporativa/Paginas/relatorios.aspx>. Acedido em 16.07.2017

X-Rates (2017), *Average Exchange Rate (Real \$R to Euro €; 2007-2016)*. Disponível em <http://www.x-rates.com/average>. Acedido em 17.05.2017.

## Anexos

<b>Taxa de Desemprego</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Portugal</b>	5,0%	6,3%	6,6%	7,6%	7,7%	8,0%	7,6%	9,4%	10,8%	12,7%	15,5%

**Tabela 35:** Taxa de desemprego em Portugal, em percentagem da população ativa, entre 2002 e 2012.

Fonte: OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

<b>Taxa de Desemprego</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Brasil</b>	11,7%	12,4%	11,6%	9,9%	10,0%	9,4%	7,9%	8,1%	6,8%	6,0%	5,5%

**Tabela 36:** Taxa de desemprego no Brasil, em percentagem da população ativa, entre 2002 e 2012.

Fonte: OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

<b>Taxa Crescimento Real</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Portugal</b>	-1,1%	0,9%	1,6%	1,4%

**Tabela 37:** Taxa de crescimento real da economia portuguesa, em percentagem do PIB.

Fonte: Banco Mundial

<b>Taxa Crescimento Real</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Brasil</b>	3,0%	0,5%	-3,8%	-3,6%

**Tabela 38:** Taxa de crescimento real da economia brasileira, em percentagem do PIB.

Fonte: Banco Mundial